

FACULTÉ DE DROIT DE PARIS

DES
MARCHÉS A TERME
SUR MARCHANDISES
ET VALEURS MOBILIÈRES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PRÉSENTÉE ET SOUTENUE

Le jeudi 27 janvier 1898, à 10 heures

PAR

Joseph BESSIÈRES

Président : M. BEAUREGARD, professeur.

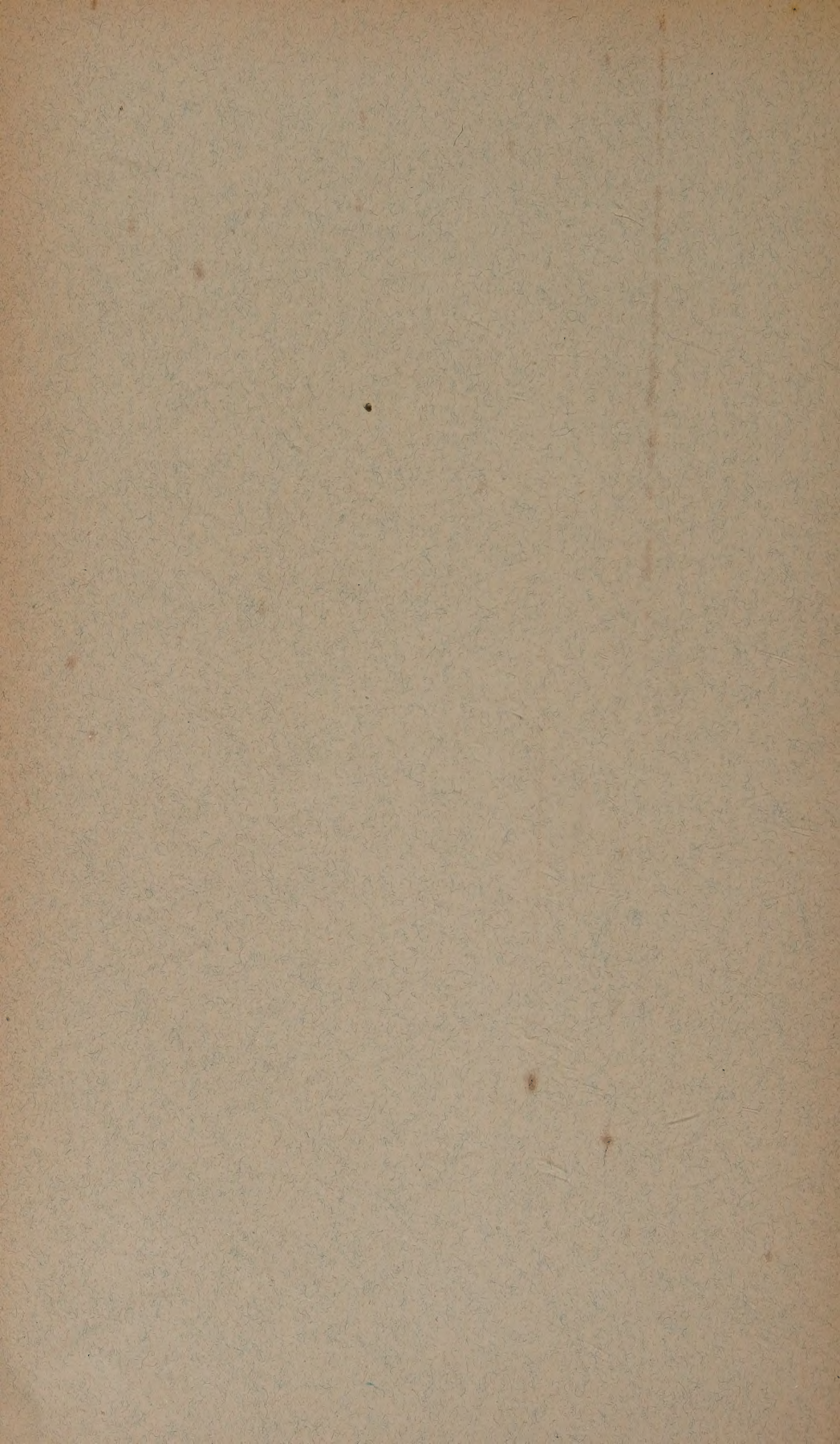
Suffragants { *MM. LESEUR, professeur.*
 { *DESCHAMPS, agrégé.*

PARIS

IMPRIMERIE DE LA BOURSE DE COMMERCE (Ch. BIVORT)

33, Rue Jean-Jacques-Rousseau

1898



THÈSE

POUR

LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les
thèses ; ces opinions doivent être considérées
comme propres à leurs auteurs.

FACULTÉ DE DROIT DE PARIS

DES
MARCHÉS A TERME
SUR MARCHANDISES
ET VALEURS MOBILIÈRES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PRÉSENTÉE ET SOUTENUE

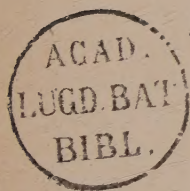
Le jeudi 27 janvier 1898, à 10 heures

PAR

Joseph BESSIÈRES

Président : M. BEAUREGARD, professeur.

Suffragants { MM. LESEUR, professeur.
DESCHAMPS, agrégé.



PARIS

IMPRIMERIE DE LA BOURSE DE COMMERCE (Ch. BIVORT)

33, Rue Jean-Jacques-Rousseau

1898

DES

MARCHÉS A TERME SUR MARCHANDISES

ET VALEURS MOBILIÈRES

INTRODUCTION

Ce travail, nous le présentons comme un travail de pur classement, car notre seul objectif a été de *faire le dossier* des marchés à terme : on nous pardonnera cette expression qui n'est certes pas des plus heureuses, mais dans sa concision elle résume si bien notre programme que, nonobstant, nous l'avons adoptée; elle a encore pour elle une allure modeste qui convient parfaitement à notre savoir.

En France, nulle institution n'a eu, croyons-nous, existence plus tourmentée que les marchés à terme : en effet, à peine sont-ils nés qu'ils disparaissent de la vie légale et quand, longtemps après, la législation leur devient meilleure, c'est au tour de la jurisprudence de contrarier leur développement; mais il y a mieux : une loi ardemment désirée, vient-elle enfin qui les veut protéger, aussitôt on en paralyse la bonne volonté par une habile interprétation. A un pareil traitement, beaucoup auraient succombé; eux, au contraire, surent résister à toutes les secousses; comme

tels, ils s'imposent déjà à notre attention; découvrons à leur actif quelques services rendus, et voilà leur cause meilleure : elle est gagnée, si nous les montrons indispensables.

C'est tout à fait à leurs débuts que nous sommes allé prendre les marchés à terme : de là nous les avons rapidement suivis dans leur évolution, ne les quittant qu'une fois étudiés dans leur phase actuelle. Chemin faisant, nous avons indiqué de quelle façon insensible ces opérations se sont introduites dans la pratique, nous attachant à mettre en pleine lumière leur rôle dans la spéculation : il nous a bien fallu à ce propos signaler l'importance énorme qu'a de nos jours la spéculation pour l'approvisionnement régulier des marchés et le classement des valeurs mobilières : il va de soi que nous parlons ici de la véritable spéculation et non des abus qui s'y mêlent, car on verra le soin que nous avons pris de la distinguer du jeu, de l'agiotage et de l'accaparement.

Pour être complet, nous avons, en outre, examiné les institutions qui facilitent le règlement de ces marchés, nous voulons dire les reports, les caisses de liquidation et les liquidations centrales des chambres syndicales d'agents de change. Il est sans doute superflu d'ajouter que ce travail renferme une étude toute spéciale de la loi fondamentale en la matière du 28 mars 1885. Enfin, après un rapide coup d'œil jeté sur quelques législations étrangères, nous avons essayé de conjecturer la place que, dans le monde des lois, l'avenir semblait réserver aux marchés à terme.

PREMIÈRE PARTIE

ETUDE JURIDIQUE DES MARCHÉS A TERME

CHAPITRE PREMIER

Les Marchés à terme dans le Droit ancien et dans le Droit intermédiaire.

La mort de Louis XIV marque l'avènement en France du crédit : en effet, alors que des nations voisines, telles l'Angleterre et surtout la Hollande, pratiquaient couramment et de longue date déjà les opérations de spéculation, nous autres Français, attendions encore le hardi pilote qui nous ouvrirait ces mers inconnues.

Il serait on ne peut plus intéressant de rechercher comment naquit dans notre pays la fortune mobilière, mais notre étude du *Système* doit se borner simplement à ce qui a trait aux marchés à terme : contentons-nous de rendre hommage, en passant, à l'homme dont le génie financier sut donner à la France la banque d'émission et le titre au porteur.

Le 28 août 1717, Law était autorisé par arrêt du conseil à fonder une Société dont les opérations devaient embrasser le commerce de la Louisiane, du Canada et des côtes occi-

dentales de l'Afrique. La Compagnie d'Occident (ainsi fut dénommée la nouvelle Société) se forma au capital de 100 millions de livres, divisé en 200.000 actions de 500 livres chacune; les actions étaient au porteur et libérées : cette première apparition en France des valeurs au porteur mérite d'être signalée.

Malgré toute la popularité du fondateur de la **Banque Générale**, la souscription mit longtemps à se couvrir : ouverte en août 1717, elle ne fut close qu'en juillet 1718, et encore, l'année suivante, en 1719, ces actions de 500 livres n'en valaient pas plus de 300 !

C'est alors que, confiant dans le succès de l'entreprise, Law « prit des engagements pour payer dans six mois au « pair de l'argent des parties de deux et trois cents actions, « avec une prime de quarante mille livres comptant. Ses « émissaires commencèrent à leur donner de la faveur par « les mêmes moyens, *et d'autres imitèrent ces opérations* « *par confiance, sans en pénétrer le secret* » (1).

Nous dirions aujourd'hui : il acheta, livrables dans 6 mois, 200 ou 300 actions à 500 livres dont 200. C'était donc la forme du marché à prime que pour son entrée en France revêtait le marché à terme.

Maintenant que voilà notre compagnon de route, suivons-le et montrons sa fortune ; plus tard nous préciserons d'autant mieux son caractère qu'un même chemin nous aura familiarisé avec lui.

Le marché à prime se développa très rapidement ; ceux-là même en usèrent qui ignoraient son mécanisme ! Ce simple fait n'est-il pas une preuve nouvelle de la contagion de l'exemple quand il part de haut ?

(1) DE FORBONNAIS. *Recherches et Considérations sur les Finances de France*, 1758, Tôme II, page 594.

Il semble bien qu'à cette époque les marchés fermes aient été peu usités, car on ne s'expliquerait guère pourquoi, dans l'opération précitée, Law, qui avait pourtant foi dans la hausse, n'aurait pas contracté ferme. Quoi qu'il en soit, ce fut aussi une opération à prime que fit en 1720 la Compagnie des Indes (1), en émettant ses actions de 11.000 livres payables en créances sur l'État (2); en effet, elle les stipulait payables, 1,000 livres comptant et 10,000 livres dans un délai de 6 mois, ou, pour emprunter le langage moderne, elle vendait, livrables dans 6 mois, des actions à 11,000 livres dont 1.000. De cette époque, date la persécution légale des marchés à terme.

En créant ce nouveau genre de souscription, la Compagnie trouvait une redoutable concurrence dans les marchés à prime des particuliers; pour l'éviter, elle sollicita le monopole de ces transactions. Les 11 et 20 février 1720, deux arrêts du Conseil prohibèrent les marchés à terme sur les actions de la Compagnie des Indes; bien entendu qu'il s'en fit comme avant: on les tint seulement plus cachés.

Aux approches de la chute de Law, ces marchés se multiplièrent encore davantage, comme s'ils voulaient prouver, par une exubérance de vie, qu'on ne devait voir entre eux et le régime financier qui s'effondrait, qu'une simple communauté d'origine. D'aucuns estimeront peut-être que ce fait est la condamnation des marchés à terme. Nous examinerons ultérieurement ce côté économique de la

(1) La Compagnie d'Occident avait pris le nom de Compagnie des Indes depuis le jour (mai 1719) où elle avait absorbé les privilèges des Compagnies des Indes Occidentales et de la Chine.

(2) On avait fixé ce mode de paiement pour permettre aux créanciers de l'État de participer à la nouvelle souscription dont le montant devait servir au remboursement des offices et des rentes.

question. Toujours est-il que l'arrêt du 26 janvier 1721, ou arrêt du *visa*, n'arrêta pas lui-même la spéculation qui trouva un nouvel aliment dans la baisse effrayante que subirent alors les actions de la Compagnie des Indes.

A présent nous arrivons à ces mesures législatives qui, confondant la spéculation et l'agiotage, devaient si terriblement peser pendant près d'un siècle sur les marchés à terme.

Comme elles n'offrent plus guère de nos jours qu'un intérêt rétrospectif, leur examen sera des plus rapides.

Le même arrêt qui donnait une existence légale à la Bourse de Paris, venait rendre impossibles tous les marchés à terme quels qu'ils fussent, aussi bien ceux à couvert que les autres. En effet, l'arrêt du 24 septembre 1724 *portant établissement d'une Bourse dans la ville de Paris* déclarait, dans son article 29 que *les particuliers qui voudront acheter ou vendre des papiers commercables et autres effets, remettront l'argent ou les effets aux agents de change avant l'heure de la Bourse... à peine contre les agents de change qui contreviendront au contenu du présent article, de destitution et de 3.000 livres d'amende payable par corps dont la moitié appartiendra au dénonciateur et l'autre moitié à l'hôpital général.*

Ainsi dorénavant, plus de marchés à terme à découvert, plus même de ceux faits à couvert, car l'article 30 ajoute immédiatement, que *quand deux agents de change seront d'accord à la Bourse d'une négociation, ils se donneront réciproquement leurs billets portant promesse de se fournir dans le jour, savoir par l'un les effets négociés, et par l'autre le prix desdits effets.....*

Il est facile de conjecturer ce qui arriva : les opérations à terme abandonnèrent le marché officiel et s'en vinrent

dans la coulisse où l'on n'exigea point le dépôt préalable de l'argent et des titres.

Cet état de choses fut toléré jusqu'en 1785, époque à laquelle le crédit de l'Etat se trouva fort ébranlé. Rejeter cette baisse sur la spéculation parut au ministre des finances d'alors, M. de Calonne, une habile diversion ; à cet effet, il fit rendre l'arrêt du 7 août 1785 dont le préambule ne laisse aucun doute sur l'intention de ses auteurs :

Le roi est informé que depuis quelque temps il s'est introduit dans la capitale un genre de marchés ou de compromis, aussi dangereux pour les vendeurs que pour les acheteurs, par lesquels l'un s'engage à fournir, à des termes éloignés, des effets qu'il n'a pas, et l'autre se soumet à les payer sans avoir les fonds, avec réserve de pouvoir exiger la livraison avant l'échéance, moyennant l'escompte ; que ces engagements qui, dépourvus de cause et de réalité, n'ont, suivant la loi, aucune valeur, occasionnent une infinité de manœuvres insidieuses, tendant à dénaturer momentanément le cours des effets publics, à donner aux uns une valeur exagérée, et à faire des autres un emploi capable de les décrier ; qu'il en résulte un agiotage désordonné que tout sage négociant réprouve, qui met au hasard les fortunes de ceux qui ont l'imprudence de s'y livrer, détourne les capitaux de placements plus solides et plus favorables à l'industrie nationale, excite la cupidité à poursuivre des gains immodérés et suspects, substitue un trafic illicite aux négociations permises, et pourrait compromettre le crédit dont la place de Paris jouit à si juste titre dans le reste de l'Europe.....

Nous n'avons pas voulu écourter cette citation qui, telle quelle, nous semble bien préciser le sens de l'arrêt du 7 août 1785 : on veut enrayer la spéculation à la baisse et

pour y parvenir on n'aura qu'à frapper celles-là des ventes à terme qui se font à découvert : d'où l'article 7 qui autorise implicitement tous les achats à terme, et aussi les ventes à terme à couvert :

Déclare nuls, sa Majesté, les marchés et compromis d'effets royaux et autres quelconques, qui se feraient à terme et sans livraison desdits effets, ou sans le dépôt réel d'iceux constaté par acte dûment contrôlé au moment même de la signature de l'engagement (1)... Défend très expressément, sa Majesté, d'en faire de semblables à l'avenir, à peine de 24,000 livres d'amende au profit du dénonciateur, et d'être exclus pour toujours de l'entrée de la Bourse, ou, si c'étaient des banquiers, d'être exclus de la liste.

L'exigence de cet article 7 fut en partie supprimée par un arrêt du 2 octobre suivant dont l'article 6 disposait qu'il pourrait être suppléé aux livraisons et dépôts susmentionnés *par ceux qui, étant constamment propriétaires des effets qu'ils voudraient vendre, et ne les ayant pas alors entre leurs mains, déposeraient chez un notaire les pièces probantes de leur libre propriété.*

Cet article, notons-le bien, permettait à l'acheteur à terme la vente à découvert; celui-ci pouvait désormais, avant l'échéance du terme, bénéficier de la différence des cours, car, propriétaire de par son achat, rien ne s'opposait plus à ce qu'il revendît.

Les prescriptions de cette loi ne furent pas davantage respectées : on les éluda au moyen de dépôts fictifs et de contre-lettres.

(1) Nous passons, comme n'étant d'aucun intérêt pour notre sujet, la disposition transitoire de l'arrêt relative aux marchés à terme faits antérieurement à sa date.

Le 22 septembre de l'année suivante, fut rendu un nouvel arrêt dans le but très évident de refréner l'agiotage ; on y défendait les marchés dont le terme excéderait deux mois (1).

Le dernier monument législatif que nous rencontrons dans l'ancien droit, concernant notre matière, est l'arrêt du 14 juillet 1787 : il se borne uniquement dans sa partie finale, à renouveler les précédents règlements.

On put croire un moment que la Révolution s'en tiendrait à ces règlements et qu'en conséquence, de toutes les opérations à terme, seules demeureraient interdites les ventes à découvert. En effet, la loi du 8 mai 1791, qui supprima le monopole des agents de change, maintint les prescriptions anciennes. De même, dans son article 3, la loi du 13 fructidor an III se contenta d'édicter des peines sévères (2) contre *tout homme qui sera convaincu d'avoir vendu des marchandises et effets dont, au moment de la vente, il ne serait pas propriétaire.*

Mais un revirement soudain se produisit, et, dans le chapitre 2 de la loi du 28 vendémiaire an IV, l'article 4 disait : *Attendu que les marchés à terme ou à prime ont déjà été interdits par de précédentes lois, tous ceux contractés antérieurement au présent décret sont annulés, et il est défendu d'y donner aucune suite, sous les mêmes peines portées contre les infracteurs de l'article précédent.*

Ces mots démontrent péremptoirement, selon nous, que la loi entendait rétablir les prohibitions rigoureuses de l'arrêt du 24 septembre 1724. Toutefois pour certains auteurs notre texte ne vise que les arrêts de 1785 et 1786,

(1) Ces deux mois, nous le verrons, sont encore le maximum de durée des marchés à terme sur valeurs mobilières.

(2) Ces peines étaient la détention pendant deux années, la confiscation et l'exposition publique.

mais, avec ce système, il nous semble bien impossible d'expliquer l'art. 13 de l'arrêté du 27 prairial an X :

Chaque agent de change devant avoir reçu de ses clients les effets qu'il vend ou les sommes nécessaires pour payer ceux qu'il achète est responsable de la livraison et du paiement de ce qu'il a vendu et acheté.

Notre conclusion, à nous, est donc qu'à l'époque de la promulgation du Code de Commerce tous les marchés à terme se trouvaient prohibés.

Ici prend fin notre courte promenade archéologique ; néanmoins nous n'aborderons pas encore l'étude du droit moderne, car il y aurait, croyons-nous, témérité de notre part à aller plus avant sans préciser la nature du marché à terme : enfant, on le suivait sans doute avec facilité, mais à présent que nous l'avons à l'âge d'homme, il se pourrait qu'il n'en fût pas de même ; maintes fois peut-être le perdrons-nous de vue, n'était notre précaution d'en arrêter d'ores et déjà les traits.

CHAPITRE II

Les Marchés à terme dans le Droit nouveau.

Leur nature, leur division.

Toute périphrase a son prix quand elle offre à l'analyse un fil conducteur : aussi, *le marché à terme*, allons-nous l'appeler pour un instant *une vente dont l'exécution est différée* : cette forme, en effet, montre mieux les éléments dont l'examen doit conduire à la définition cherchée.

La vente, d'après le Code civil, est un contrat où l'un s'oblige à transférer la propriété d'une chose et l'autre à la payer. Le consentement, la chose et le prix, voilà donc ce qu'il y a d'essentiel dans toute vente. Le consentement, joue un grand rôle dans notre droit puisqu'il transfère la propriété, au cas bien entendu où l'objet est un corps certain ; cette dernière remarque a son importance, car pour les choses de genre il n'y aura jamais vente de la chose d'autrui et par conséquent jamais ne s'y appliquera l'article 1599 (1) du Code civil. Signalons encore qu'une chose future peut, d'après l'article 1130 du même Code, faire l'objet d'une obligation : par suite il est permis, en vertu de ce principe général, de vendre des choses dont on n'est pas propriétaire.

Enfin, nous avons dit plus haut que l'exécution de la vente dont s'agit était différée (2) : cela signifie que l'ac-

(1) ART. 1599. — La vente de la chose d'autrui est nulle : elle peut donner lieu à des dommages-intérêts lorsque l'acheteur a ignoré que la chose fût à autrui.

(2) Cette prorogation n'empêche pas la vente d'être parfaite, car aux termes de l'article 1583 du Code civil : *elle est parfaite..... dès qu'on est convenu de la chose et du prix, quoique la chose n'ait pas encore été livrée ni le prix payé.*

complissement par les parties de leurs engagements respectifs se trouve reporté à une date ultérieure à celle de la formation du contrat : or, nous savons que toute vente engendre deux obligations principales, l'une concerne le vendeur, c'est la délivrance, l'autre est propre à l'acheteur, c'est le paiement du prix.

Ces notions rappelées, nous définirons le marché à terme **une vente dont l'objet et le prix, fixés lors du contrat, ne doivent être livrés que dans un délai plus ou moins éloigné.**

Il est des mots qui ne sauraient nous effrayer quand l'impropriété s'en trouve rachetée par une traduction adéquate de la pensée : aussi nous verra-t-on dire que nous avons maintenant l'étalon légal des marchés à terme. Confrontons avec ce modèle les marchés à terme que nous offre la pratique, et s'ils n'y sont pas conformes, arrêtons notre marche, car peut-être serait-ce peine perdue d'établir le bilan d'une institution dont les bases ne reposeraient pas sur le sol de la loi : en tous cas on ne travaille jamais volontiers les concessions précaires.

A cet endroit, nous sommes obligé de diviser pour un temps notre sujet, car, bien qu'ayant même nature, les marchés à terme sur marchandises et ceux sur valeurs mobilières revêtent néanmoins dans l'usage des nuances qui les différencient parfois : en outre, nous avons à faire l'exposé d'une législation qui, lorsqu'elle était en vigueur, ne concernait que les marchés à terme sur valeurs mobilières. La réunion s'accomplira à nouveau pour l'étude de la loi du 28 mars 1885, et cette réunion-là sera définitive.

SECTION I

Des marchés à terme sur marchandises

Le 1^{er} janvier 1898, X... achète à Y... 1000 hectolitres de blé à 15 francs, livrables le 28 février (1).

Tel est, dans sa forme ordinaire, le marché à terme sur marchandises (2). Rapprochons-le de notre étalon : nous y voyons le consentement, l'objet et le prix. Peu importe, du reste, que le vendeur ait ou n'ait pas, lors du contrat, ce blé qu'il vend : n'avons-nous pas vu, en effet, l'article 1130 permettre les obligations sur choses futures? Donc il est viable ce marché qui ne heurte aucun principe juridique. Ce n'est pas le lieu d'examiner si, dans la suite, trompant nos prévisions, il ne prendra pas telle tournure qui nous forcera à le condamner au nom du droit et de la morale : notre intention actuelle est de signer aux marchés à terme leur passeport juridique; plus tard, nous les lancerons sur le terrain économique, où, ainsi armés, ils combattront mieux à leur aise.

L'exemple précité est le type du marché à terme *ferme*, c'est-à-dire du marché dans lequel acheteur et vendeur sont irrévocablement liés, où ni l'un ni l'autre ne se peuvent plus dédire.

L'une des parties, au contraire, s'est-elle ménagé la faculté de revenir sur le contrat? nous avons alors la vente

(1) Les règlements exigent que ces ventes portent sur une quantité minima de marchandises ou sur les multiples de cette quantité.

(2) On leur donne souvent le nom de *marchés à livrer*, l'expression de marchés à terme étant plus spécialement réservée à ceux-là de ces marchés qui sont relatifs aux valeurs mobilières.

à option qui, suivant les cas, s'appellera du nom plus spécial de vente à prime, de vente à double prime, ou de vente avec faculté.

X..., en contractant, a stipulé qu'il pourrait annuler le marché si bon lui semblait, et ce, moyennant telle somme qu'il paiera au vendeur : nous avons là un exemple de la vente dite *vente à prime* du nom donné à cette somme que l'on regarde tantôt comme constituant des arrhes, tantôt comme étant une indemnité de résiliation et qui, en réalité, n'est pas autre chose que le prix d'un risque. Ici trouvent leur place deux remarques dont on jugera mieux l'importance quand nous en serons arrivés aux marchés à prime sur valeurs mobilières.

Nous notons d'abord que, dans les ventes de marchandises, le vendeur peut aussi bien que l'acheteur se réserver la faculté d'abandonner le marché.

En second lieu, nous faisons observer que, d'après les usages, la prime est ici toujours due : elle n'est donc pas la *clause pénale de l'article 1226 du Code civil* (1) puisque celle-ci, étant par définition l'évaluation de dommages-intérêts *compensatoires* ou *moratoires*, ne se doit qu'en cas d'inexécution ou de retard dans l'exécution. On ne peut pas non plus dire que la prime équivaut à une dation d'arrhes, car si nous avons là une vente avec arrhes, il nous faudra inévitablement conclure que l'ayant droit à la prime peut abandonner, lui aussi, le marché en donnant à l'autre partie le double de la valeur de cette prime, car la jurisprudence et la doctrine sont d'accord pour appliquer à la vente elle-même ce que dit de la simple promesse de

(1) La clause pénale est celle par laquelle une personne pour assurer l'exécution d'une convention, s'engage à quelque chose en cas d'inexécution (art. 1226).

vente l'article 1590 du Code civil (1). M. Claudio Jannet, notre éminent et regretté maître, n'aurait certes pas permis qu'on lui attribuât, pour une légère inadvertance (2) une pareille intention. Pour nous, nous croyons que la prime est le prix d'un risque, celui que court l'ayant droit de subir une perte éventuelle qui n'a pas de bornes actuellement, alors que son bénéfice, toujours incertain, est d'ores et déjà limité au montant de la prime : nous avons donc, dans le marché à prime, deux contrats, le contrat de vente et le contrat d'assurance ; on verra les conséquences que nous tirons de notre système quand nous l'exposerons plus au long après avoir parlé des marchés à prime sur valeurs mobilières (3).

La prime, on le comprend, garantit celui qui la donne contre les fortes variations des cours : ainsi s'explique encore l'existence des ventes appelées ventes à double prime.

X... prévoit une variation dans le cours des blés, mais cette variation, dans quel sens se produira-t-elle, est-ce dans celui de la hausse, est-ce dans celui de la baisse ? Il n'en sait rien. Désirant toutefois se mettre à l'abri, il achète à prime, livrable sur août, du blé à Y..., puis, il vend à prime et pour le même terme, à Z..., une semblable quantité de blé ; en août, il abandonnera, suivant l'occurrence, l'un des marchés pour s'en tenir à l'autre. Mais X..., au lieu de contracter différemment avec Y... et Z..., peut

(1) Si la promesse de vendre a été faite avec des arrhes, chacun des contractants est maître de s'en départir. Celui qui les a données en les perdant. Et celui qui les a reçues en restituant le double (art. 1590).

(2) V. CLAUDIO JANNET ; *Le Capital, la Spéculation et la Finance au XIX^e siècle*, p. 262.

(3) V. *infra*, page 20.

passer une convention unique avec l'un d'eux : voici, par exemple, Y... qui croit, lui, à la stabilité des cours ; il concèdera à X..., moyennant une prime habituellement double de la prime ordinaire, la faculté de se déclarer à son choix, en août, vendeur ou acheteur d'une quantité donnée de blé. Nous avons là *le marché à double prime* (1). L'importance de la prime tient à ce fait que l'ayant droit court ensemble les risques de la hausse et de la baisse. Un genre assez fréquent *de marché à double prime* est encore celui-ci : X.... conclut un marché portant sur 10,000 sacs de blé livrables par quart sur septembre, octobre, novembre et décembre 1898. Moyennant 40,000 francs payables par quart sur les quatre mois, il aura le droit d'opter au plus tard le 15 de chacun d'eux, entre la position d'acheteur ou celle de vendeur.

Parfois il arrive aussi que la quantité de marchandises vendues ou achetées est indéterminée, en ce sens que le vendeur ou l'acheteur peuvent avoir stipulé qu'ils auraient le droit de livrer ou d'exiger à l'époque indiquée le double ou le triple de la quantité vendue et toujours au prix arrêté lors du contrat. Suivant que cette *faculté* appartient à l'acheteur ou au vendeur, elle se paie par un prix au-dessus ou au-dessous du cours.

En voilà fini avec l'exposé des particularités de la vente à terme sur marchandises ; à ce point où nous la laissons, elle doit retrouver pour l'accompagner la vente à terme sur valeurs mobilières ; hâtons-nous donc de parcourir avec cette dernière la route qui lui est propre afin d'arriver vite à une réunion qui rendra plus légère notre marche.

(1) Ce marché est appelé *option* en Amérique et en Angleterre.

SECTION II

Des marchés à terme sur valeurs mobilières.

Le 1^{er} janvier 1898, X... fait acheter par son agent de change (1) 12,000 francs de rente 3 0/0, à 104 francs, livrables fin courant.

Voilà un exemple de marché à terme sur valeurs mobilières : son analogie avec celui sur marchandises, examiné plus haut (2), nous permet de conclure immédiatement qu'il réunit les éléments essentiels de la vente.

Tout comme ceux sur marchandises, les marchés à terme sur valeurs mobilières doivent porter sur un minimum donné et ses multiples (3), mais ces derniers, à la différence des autres, ont des termes fixes (4) qui s'imposent aux parties : les *liquidations*, ou échéances en Bourse de ces marchés sont déterminées par des règlements particuliers (5). En second lieu leur terme ne saurait dépasser la fin du mois suivant. On vend *fin courant* ou *fin prochain*,

(1) Les agents de change ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés,.... (article 76 du Code de commerce).

(2) V. *supra*, page 13.

(3) Pour qu'une valeur soit négociable à terme, il faut encore que la Chambre syndicale des Agents de change l'ait admise à la Cote officielle pour les marchés à terme.

(4) Les négociations à terme se font pour les échéances et pour les quotités déterminées par les règlements prévus à l'article 82 (art. 60, D., 7 octobre 1890).

(5) Les négociations à terme ferme se liquident une ou deux fois par mois, suivant les valeurs, aux dates et de la manière fixées par le présent règlement... (art. 49 du règlement particulier des Agents de change de Paris).

mais jamais au-delà de *fin prochain* (1). Notons qu'à Paris, pour certaines valeurs il y a deux liquidations par mois (2). Nous croyons devoir aussi rappeler que l'arrêt du Conseil du 22 septembre 1786 interdisait déjà les marchés dont le terme excèderait deux mois (3).

Les marchés à terme sur valeurs mobilières se divisent, comme les marchés à terme sur marchandises, en *marchés fermes* et en *marchés librés* ou à *prime*.

Nous avons donné un exemple de marché ferme, ou marché qui lie également l'acheteur et le vendeur sans restriction ni réserves : il nous faut immédiatement ajouter que le vendeur, dans ces marchés, se trouve en quelque sorte à la discrétion de l'acheteur : celui-ci jouit en effet de la *faculté d'escompte* qui lui confère le droit de mettre son vendeur en demeure de lui livrer contre le prix convenu les titres achetés (4), et ce, suivant les cas, dans les cinq ou sept jours de la signification (5). La réciprocité n'existe

(1) Les négociations à terme ferme ne peuvent avoir lieu pour un terme plus éloigné que la deuxième liquidation à partir du jour où le marché est conclu (art. 50 du règlement des Agents de change de Paris).

(2) La liquidation ou compensation des affaires engagées à terme se fait deux fois par mois... A la première bourse qui suit le 15 : liquidation de toutes les valeurs soumises à la double liquidation mensuelle... (art. 55 dudit règlement).

(3) V. *supra*, page 9.

(4) L'acheteur a toujours la faculté de se faire livrer par anticipation, au moyen de l'escompte, les valeurs négociées, soit qu'il ait traité ferme, soit qu'il ait traité à prime.... Dans aucun cas, celui qui a bénéficié d'un avantage quelconque pour effectuer une livraison en report ne peut user de la faculté d'escompte (art. 63, D., 7 octobre 1890).

(5) Les effets escomptés, tant au porteur que transmissibles par voie de transfert, doivent être livrés dans les délais ci-après : à la cinquième bourse, au plus tard, à partir de celle de l'escompte, pour les effets au porteur ou transmissibles par voie de transfert sans

pas pour le vendeur qui, lui, ne peut jamais obliger l'acheteur à prendre livraison avant l'échéance fixée. Les conditions imposées à l'acheteur qui veut user de la faculté d'escompte se trouvent relatées dans l'article 55 du règlement de la Compagnie des Agents de Change de Paris. Aux termes de cet article l'agent de change acheteur après avoir reçu de son client le prix de vente « *prévient son vendeur* » « *avant l'ouverture de la Bourse, au moyen d'une* » « *affiche visée par le Syndic ou l'un de ses adjoints et* » « *apposée sur un tableau placé dans le cabinet de la* » « *Compagnie. Cette affiche détermine la nature, le prix,* » « *la quotité des effets et la date de négociation. Elle doit* » « *être conforme au modèle arrêté par la Chambre Syn-* » « *dicale, sous peine de refus de visa. L'escompteur doit* » « *être nanti des fonds destinés au paiement des effets* » « *escomptés.* »

L'agent de change escompté qui se trouve acheteur pour le même terme d'effets semblables à ceux vendus par son client, peut user lui-même vis-à-vis de son vendeur, de la faculté d'escompte; pour y parvenir, il *rend* à son confrère l'escompte, ce qui oblige celui-ci à livrer les titres réclamés à moins qu'il ne puisse à son tour *rendre* l'escompte : cet escompte est dit *indirect* par opposition à celui qui se produit quand l'agent escompté livre directement les titres et que l'on nomme par suite escompte *direct*.

On nous voit en ce moment nous précipiter, c'est à peine si, pour décrire sommairement leurs rouages, nous nous arrêtons devant tous ces mécanismes que nous tâchons de

nécessité d'acceptation : à la septième bourse, au plus tard, à partir de celle de l'escompte, pour les effets transmissibles par voie de transfert nécessitant l'acceptation de l'acheteur..... (art. 62, du règlement particulier des Agents de change de Paris).

disposer avec le plus de méthode possible ; c'est à la hâte qu'après vérification de leur jeu, nous les montrons conformes aux règles de l'art, nous voulons dire aux principes juridiques ; en un mot, notre œuvre actuelle semble être celle de ces collectionneurs novices qui classent selon les couleurs, les grandeurs ou les épaisseurs, sans se préoccuper de chercher un procédé plus scientifique ; oui, mais notre inexpérience demande à se familiariser avec ces mouvements si divers dont il lui faudra bien coordonner la marche, quand elle en essaiera de montrer le rôle dans la spéculation.

Après cette digression que nécessitait notre allure, nous passons à l'examen des marchés à prime sur valeurs mobilières : on se rappelle que, là, nous devons exposer un système qui, selon nous, donne à la prime un caractère plus net, plus franc (1).

La prime, nous le savons, est une somme d'argent dont le paiement confère le droit d'annuler le marché, on la rencontre dans les marchés à terme sur valeurs mobilières comme dans les marchés à terme sur marchandises, mais, dit-on généralement, avec deux différences notables.

D'abord, en France (2), dans les ventes de valeurs mobilières la faculté de se dédire est stipulée au profit de l'acheteur seul, lequel, évidemment, achète d'autant plus cher que la prime est plus faible, car l'on doit payer davantage où l'on risque moins. Selon nous, aucune autre différence ne distingue les primes dans ces deux espèces de marchés ; c'est en effet un abus de langage qui a créé la suivante.

(1) V. supra p. 15.

(2) Dans beaucoup de pays étrangers, même pour les valeurs mobilières, le vendeur peut se dédire dans les marchés à terme : la prime est dite alors *prime pour livrer*.

De plus, ajoute-t-on, en matières de valeurs mobilières, la prime ne se paie qu'en cas d'inexécution du marché(1). On la verse ordinairement le jour même du contrat; cette habitude rend compréhensible la formule des boursiers pour désigner ce marché. *Acheter 3.000 francs de rente 3 % à 104 francs dont 0,50 c.*, revient à dire que si le jour de la liquidation on exécute le marché, on aura à verser par 3 francs de rente 104 francs **dont** 0.50 c. ont été payés d'avance pour la prime. Les achats à prime sont donc des achats à condition: ils ne deviennent *définitifs* que, si le jour du terme, les acheteurs déclarent les *maintenir*: leur déclaration s'appelle *la réponse des primes*. — *La veille de la liquidation*, l'acheteur doit déclarer au vendeur s'il maintient le marché, autrement dit *s'il lève* les titres, ou s'il annule le marché, autrement dit *s'il abandonne* la prime.

On a essayé de contester la validité des marchés à prime. Pour M. Bozérien, cette réserve de renoncer au marché moyennant l'abandon de la prime est une condition potestative qui, aux termes de l'article 1174 du Code civil (2), vicie le contrat. A cela on a répondu que l'article 1174 du Code civil ne vise que la condition *purement potestative*, c'est-à-dire la condition qui dépend de la *seule* volonté du débiteur: or, dans le marché à prime, celui qui vent se dédire est obligé de perdre le montant de la prime (3).

(1) On nous verra, dans tout cet alinéa, garder le langage courant.

(2) Toute obligation est nulle lorsqu'elle a été contractée sous une condition potestative de la part de celui qui s'oblige (article 1174).

(3) Aujourd'hui on ne saurait contester leur légalité car les travaux préparatoires de la loi du 28 mars 1885 reconnaissent formellement que les mots « *tous marchés à terme* » de l'article 1^{er} de cette loi ont été employés pour affirmer la validité de tous les marchés à terme, des marchés à prime entre autres.

Voici le moment venu d'exposer un système qui, en répondant aussi à l'objection précédente, a encore l'avantage de toujours laisser à la prime le même caractère.

Dans la vente à terme sur valeurs mobilières, nous admettons que la prime, due seulement en cas d'inexécution, soit en quelque sorte une clause pénale ; mais cette prime ne va plus cadrer avec la prime des marchés à terme sur marchandises (1) ; nous aurons donc pour deux contrats identiques deux théories absolument différentes : c'est un résultat qu'on ne saurait trop éviter. Aussi venons-nous démontrer que toute vente à prime renferme deux contrats, un contrat de vente et un contrat d'assurance ; avec ce système on s'explique comment, dans les ventes à prime sur marchandises, l'ayant droit à la prime la garde toujours : en effet, c'est un assureur à qui la prime doit rester acquise dès l'instant que le risque a commencé de courir pour lui (2). Les choses vont-elles se passer différemment pour les marchés à prime sur valeurs mobilières ? A première vue, l'affirmative ne paraît pas douteuse : mais un examen plus attentif ne tarde pas à montrer que, dans ces ventes aussi, l'assureur gagne toujours la prime. Prenons un exemple : cela nous permettra de mieux préciser notre pensée. Si, aujourd'hui, nous achetons fin prochain, et avec une prime de 0 fr. 30, du 3 %, nous le paierons plus cher qu'en l'achetant ferme ; mettons que notre prix d'achat soit de 104 francs au lieu de 103 fr. 80 que nous aurait coûté le *ferme*, fin prochain, le 3 % étant, nous le supposons, à 104 fr. 10, nous consolidons notre marché en levant les titres : est-ce que dans ce cas notre

(1) V. *supra* p. 14.

(2) la prime lui est acquise, s'il (*l'assureur*) a commencé à courir les risques (article 351 du Code de Commerce).

assureur, le vendeur, perd la prime ? Evidemment non : il gagnera toujours les 0 fr. 20 centimes qui représentent la *différence existant entre le cours du ferme et les cours à prime*, car la prime n'est pas autre chose que *l'écart*. — Erreur, nous objectera-t-on, la prime est cette somme de 30 centimes à laquelle vous avez entendu limiter votre perte par 3 fr. de rente ; or, si vous levez vos titres, votre assureur la perdra, puisqu'alors elle se déduira sur le prix, donc, votre système ne tient pas.

La confusion que cette objection dénote dans l'esprit de ceux qui la formulent, se dissipera, nous en sommes certain, devant nos explications suivantes. En étant *ache-teur ferme* pour fin prochain de 3 % à 103 fr. 80, nous courons tous les risques de la baisse ; pour les diminuer, nous venons dire à X notre vendeur : « Vendez-nous encore « la faculté de limiter d'ores et déjà notre perte éventuelle « à la somme de 30 centimes par 3 francs de rente. » — « Soit, nous répond X, mais comme la valeur de cette « faculté est de 20 centimes par 3 francs de rente, votre « prix d'achat se trouve finalement porté à 104 francs ». X, devient donc notre assureur, mais il ne nous répond que de cette partie de notre perte éventuelle qui dépassera 30 centimes par 3 francs de rente, pour l'autre partie nous restons nos propres assureurs ; si une baisse de 30 centimes survient, nous la supporterons intégralement. N'avons-nous pas ainsi suffisamment démontré que la prime du vendeur X, devenu notre assureur, est *l'écart* ? Cette prime, il est facile de le remarquer à présent, lui demeurera toujours acquise ; car enfin, notre vendeur, même ni nous levons les titres, aura gagné par ce seul fait que nous n'avons pas traité *ferme*, son gain est dans le montant de la prime, et celle-ci, répétons-le, n'est pas ce qu'un langage inexact

appelle de ce nom, à savoir cette partie de la perte pour laquelle l'acheteur reste son propre assureur, celle-ci, disons-nous, c'est l'écart.

On doit trouver fâcheux que la pratique ait adopté le mot «*prime*» pour désigner le risque de l'acheteur : un langage plus précis eût évité cette confusion qui établit entre les marchés à prime sur marchandises et ceux sur valeurs mobilières, une différence qu'une analyse plus rigoureuse eût écartée ; dans les uns comme dans les autres, la prime reste à l'assureur qui la gagne alors même que le sinistre prévu (ici la baisse) ne se produit pas, car du moment qu'il y a chose vendue, il doit y avoir prix, or, dans l'espèce, la chose vendue est, selon l'expression même de Pothier, la décharge des risques auxquels est exposée la chose assurée. La parité sera donc complète entre ces deux marchés à prime, du jour où nos usages de Bourse permettront au vendeur de se décharger à son tour des risques de la hausse (1).

La prime devant augmenter en proportion des risques, on conçoit que l'écart sera d'autant plus fort que l'assuré courra moins de chances de perte ; par contre, il devra diminuer au fur et à mesure qu'approchera la liquidation ; une prime de 1,000 livres n'avait rien d'extraordinaire dans un contrat dont la durée était de six mois et à une époque où les cours variaient brusquement (2).

Ce système qui donne toujours à la prime un même caractère, empêchait encore, avant la loi du 28 mars 1885, de nier la validité des marchés à prime. X... achète à Y..., fin courant, 3,000 francs de 3 0/0 à 103 fr. 80 ; puis il va demander à l'assureur Z..., d'assumer la perte qui pro-

(1) En fait, la *coulisse* négocie souvent des *primes pour livrer*.

(2) Voir pour l'opération à laquelle nous faisons allusion p. 5.

viendrait d'une baisse supérieure à 30 centimes par 3 francs de rente : Z... accepte de courir le risque pour une prime de 20 centimes par 3 francs de rente, X... lui consigne alors et la prime réclamée et sa part contributive dans la perte éventuelle, moyennant ce double dépôt, Z... fait sien le règlement du marché de X.... A l'échéance, une baisse de 50 centimes est-elle survenue? Y... et Z... n'ont rien à réclamer à X..., tout se passera entre eux deux. Au contraire, une hausse s'est-elle produite? le règlement s'effectuera encore entre Y... et Z..., mais ce dernier en devra compte à X... : il gardera toutefois par devers lui sa prime, c'est-à-dire autant de fois 20 centimes qu'il aura assuré de 3 francs de rente.

Supprimons l'intermédiaire Z... et faisons de Y... l'assureur ; nous avons le marché à prime qui, étant la réunion de deux contrats en eux-mêmes valables, est lui-même parfaitement valable.

Après cet exposé du marché à prime, on s'étonne qu'une société ne se soit pas encore fondée qui aurait pour but exclusif d'assurer vendeurs et acheteurs contre les risques de leurs opérations à terme : il y aurait là une nouvelle application du contrat d'assurance, et, à notre avis, non l'une des moins heureuses : nous nous bornons simplement à indiquer un question dont l'examen n'appartient pas à notre sujet.

Nous prendrons soin de montrer quelles conséquences résultent au point de vue économique de cette manière d'envisager les marchés à prime. Pour l'instant signalons l'intérêt juridique que présente dans un cas notre système.

X... a acheté à Y... 1,000 hectolitres de blé livrables sur juin, moyennant une prime de 1 franc par hectolitre, il s'est réservé le droit d'abandonner le marché. En juin,

X... prend livraison et paie à Y... une partie de ce qu'il doit; ce qu'il retient représente exactement la somme stipulée pour le dédit. Y..., nous le supposons, a livré le blé dans des sacs à ses initiales. Notre système refusera à ce dernier l'exercice du privilège de vendeur, car il a reçu son prix : sa créance est une créance d'assureur et non une créance de vendeur. Y... aura également perdu le droit de résolution.

Fermes ou libres, les marchés à terme sur valeurs mobilières ont eu dans la législation moderne une histoire qui leur est propre : l'étude qu'il nous en reste à faire marquera la fin de cette séparation que la clarté nous avait contraint de mettre pour un temps entre les marchés à terme sur marchandises et les marchés à terme sur valeurs mobilières :

Le droit intermédiaire laissait, nous l'avons vu (1), tous les marchés à terme prohibés. Qu'allait être pour eux le droit nouveau ? Le code civil sembla leur ouvrir un brillant avenir, car loin de reproduire le texte des anciens arrêts, il vint autoriser la vente à découvert; l'article 1130 était là qui le prouvait : « *les choses futures peuvent être l'objet d'une obligation* ». Personne ne prévoyait alors qu'on irait chercher pour les combattre une arme dans l'article 1965 (2). Il n'était certes pas téméraire de présumer que le Code de commerce serait plus explicite à leur endroit. Cependant il n'en fut rien; seul, l'article 86 paraissait les viser; il défendait à l'agent de change « *de se rendre garant de l'exécution des marchés dans lesquels il s'en-tremet.* »

(1) V. *supra*, p. 10.

(2) La loi n'accorde aucune action pour une dette de jeu ou pour le paiement d'un pari (art. 1965).

Arrivait enfin le Code pénal avec les articles 421 et 422 que nous croyons nécessaire de reproduire. Article 421. *Les paris qui auront été faits sur la hausse ou la baisse des effets publics seront punis des peines portées par l'article 419.* — Article 422. *Sera réputée de ce genre toute convention de vendre ou de livrer des effets publics qui ne seront pas prouvés par le vendeur avoir existé à sa disposition au temps de la convention, ou avoir dû s'y trouver au temps de la livraison.*

La doctrine, en présence de ces textes, soutint trois systèmes : l'un déclarait nuls tous les marchés à terme ; un autre, au contraire, les tenait pour valables ; quant au troisième, il faisait une distinction entre les marchés réels dont il reconnaissait la validité et les marchés fictifs auxquels il appliquait l'article 1965 du Code civil.

Les marchés à terme sont nuls, disait le premier système, et il argumentait ainsi : le Code de Commerce n'ayant pas abrogé les anciennes règles, celles-ci sont maintenues. De plus, l'article 86 de ce Code serait violé si l'on admettait la validité de ces marchés, car, par eux, l'agent de change engagerait sa responsabilité : on ne saurait, en effet, exiger, dans les ventes à découvert la remise préalable des titres ou du prix. Or, comme leur qualité de commissionnaires fait agir les agents de change en leur propre nom, ils se trouveraient en définitive garants de l'exécution des marchés. Opposait-on aux partisans de ce système l'article 422 du Code pénal qui, dans sa partie finale, reconnaît implicitement les marchés à découvert, ils vous répondaient : soit, l'article 422 ne punit les marchés à découvert que dans le cas où les titres n'ont pas dû se trouver à la disposition du vendeur au temps de la livraison, mais cet article statue sur un délit, et la question de la validité

des marchés à terme relève du droit civil seul : on peut, en vertu des anciens arrêts, prononcer la nullité d'un marché à terme, sans qu'il soit pour cela un délit aux yeux de la loi pénale.

Le second système raisonnait de la manière suivante : la loi nouvelle n'a pas prohibé les marchés à terme, donc ils sont valables et il n'y avait pas lieu de distinguer comment ils se réglaient, car, affirmaient les partisans de ce système, c'est au moment seul de sa formation qu'un contrat doit s'apprécier ; ils écartaient encore l'objection tirée de l'article 86 du Code de Commerce en disant que les agents de change, à qui cet article défendait de donner une garantie volontaire, étaient néanmoins tenus à celle qui découlait de la nature même de leurs opérations ; par conséquent, dans la vente à découvert, ils devaient être garants de l'exécution, car l'exigeaient ainsi et leur obligation au secret et la nature même de cette opération faite sans livraison préalable des titres et du prix ; à l'appui de cette dernière interprétation on invoquait en outre l'article 422 du Code pénal lequel, *in fine*, semblait bien reconnaître les ventes à découvert.

Quant au troisième système, il empruntait au précédent tous ses arguments, sauf évidemment le second, puisque ne s'en tenant pas à la validité initiale du contrat, il appliquait l'article 1965 du Code civil aux marchés se résolvant par un paiement de différences ; au cours de notre étude de la jurisprudence, nous retrouverons, pour l'examiner en détail, cette distinction que l'on établissait ainsi entre les marchés réels et les marchés fictifs.

Une pareille division dans la doctrine fait mieux comprendre les tâtonnements de la jurisprudence. Celle-ci, en effet, se montra toujours fort perplexe devant les nom-

breuses et délicates questions qui lui étaient soumises, et on la vit chercher successivement auprès de chacun des trois systèmes un secours contre les obscurités de la loi; bref, ses contradictions furent telles, qu'on a pu distinguer chez elle jusqu'à quatre phases différentes.

De 1805 à 1823, la jurisprudence prononce la validité du marché à terme, qu'aucune loi ne proscriit; l'agent de change qui a payé des différences pour son client a contre lui une action en remboursement. — (Paris, 13 fructidor an XIII. — Paris, 29 mai 1810. — Cass., 22 juin 1814. — Paris, 23 mai 1822) (1).

De 1823 à 1832, les marchés à terme faits à découvert sont déclarés nuls. Cette période voit la résurrection des arrêts de 1724, 1785 et 1786 et de l'arrêté de prairial an X; désormais, les marchés à terme sont divisés en deux catégories : on annule ceux qui ne sont pas précédés d'un dépôt régulier; les autres sont reconnus. On doit mentionner d'une façon toute particulière le célèbre arrêt de rejet que la Chambre civile de la Cour de cassation rendit le 11 août 1824, dans l'affaire Perdonnet contre de Forbin-Janson, et duquel résultait que, toujours, l'agent de change doit avoir les mains garnies, et que le dépôt préalable est nécessaire pour la validité des marchés à terme. (En outre : Paris, 18 février 1823. — Paris, 10 avril 1823).

De 1832 à 1847 les arrêts sont moins absolus. Plusieurs déclarent que la présomption légale de jeu ou de pari tirée du défaut de dépôt préalable ne s'applique pas à l'achat des effets publics; le vendeur seul est astreint au dépôt

(1) La plupart des arrêts que nous allons citer ont leur texte relaté dans *Badon-Pascal. Des Marchés à terme*, 1877; c'est, du reste, à cet ouvrage d'érudition que nous avons été puiser pour cet exposé des variations de la jurisprudence.

préalable : c'est l'interdiction de la vente à découvert (Paris, 29 mars 1832 — Paris, 9 juin 1836 — Paris, 17 février 1842).

A partir de 1847, la validité des marchés à terme gagne du terrain ; la distinction entre le vendeur et l'acheteur s'efface ; la vente à découvert commence à trouver grâce devant les Tribunaux, mais alors apparaît l'exception de jeu.

Dans cette dernière phase de la jurisprudence, on verra notre étude prendre plus d'ampleur ; les espèces jusqu'alors soumises aux Cours et aux Tribunaux avaient toutes trait aux marchés à terme sur valeurs mobilières ; mais, en grandissant, la spéculation allait modifier les habitudes du commerce ; désormais, il ne s'en tiendra plus aux seuls produits existants, il tablera encore sur les produits à venir, d'où un prodigieux développement des marchés à terme sur marchandises et quand, à leur tour, ils se présenteront aux magistrats, ceux-ci leur trouvant comme de juste même nature qu'aux autres, leur feront subir même traitement.

De tous les textes du droit nouveau qui servaient à combattre les marchés à terme, il n'y en avait qu'un pouvant s'appliquer à ceux sur marchandises : c'était l'article 1965 du Code civil ; par suite, dès l'instant qu'on l'allait invoquer, les marchés à terme sur marchandises se trouvaient menacés ; et, en effet, à partir de ce jour, on ne les distinguait plus des autres ; une même fortune permettant une seule étude, réunissons définitivement les marchés à terme sur valeurs mobilières et les marchés à terme sur marchandises. Signalons auparavant que jamais on ne songea à reprendre contre les derniers l'article 3 du 13 fructidor an 13 qui les concernait pourtant, car il punissait de peines sévères tout homme convaincu d'avoir vendu des *marchandises* et effets dont, au moment de la vente, il ne serait pas propriétaire.

CHAPITRE III

Les marchés à terme et l'exception de jeu

Tous marchés à terme sur effets publics et autres, tous marchés à livrer sur denrées et marchandises sont reconnus légaux.

Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui en résultent, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil, lors même qu'ils se résoudraient par le paiement d'une simple différence.

Ainsi mis en vedette, l'article 1 de la loi du 28 mars 1885 nous aidera, nous l'espérons du moins, à procéder avec ordre dans une matière très confuse.

Oublions un instant ce que nous pourrions savoir de la situation faite avant cette loi aux marchés à terme et relisons notre article.

Tous marchés à terme sur effets publics et autres, tous marchés à livrer sur denrées et marchandises sont reconnus légaux.

Du fait que ce premier paragraphe vient reconnaître la légalité de nos marchés, on ne peut pas ne pas inférer immédiatement qu'autrefois on leur contestait un caractère légal.

Mais se pose alors la question de savoir quel texte de loi on employait contre eux. La suite de notre lecture va nous l'apprendre. *Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui en résultent, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil.* Voyons donc l'article 1965 en vertu

duquel on attaquait les marchés à terme? *La loi n'accorde aucune action pour une dette de jeu ou pour le paiement d'un pari (art. 1965)*. Evidemment, pour invoquer ce texte contre nos marchés, il fallait voir en eux un jeu ou un pari. Que si nous nous demandons à présent comment une pareille assimilation pouvait bien se faire, nous trouverons encore la réponse à cette nouvelle question dans l'article 1 de la loi du 28 mars 1885. En effet, achevons-en la lecture. *Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui en résultent, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil, lors même qu'ils se résoudraient par le paiement d'une simple différence.*

En conséquence, parce que des marchés à terme se réglaient au moyen d'un paiement de différences, on en arrivait *parfois* à les considérer tous comme entraînant une présomption de jeu qui devait donner lieu à l'application de l'article 1965 du Code civil. Nous disons « *parfois* », car elles sont grandes en notre matière les variations de la jurisprudence.

Avant de les passer en revue, rendons-nous compte de ce qu'est au juste un règlement par différences. Reprenons nos exemples.

Le 1^{er} janvier 1898, X... achète à Y... 1.000 hectolitres de blé à 15 francs, livrables le 28 février. Nous supposons que le 28 février, le blé vaille 16 francs l'hectolitre. Y..., qui ne veut pas se livrer à ce prix, rachète à X... la même quantité qu'il lui a vendue : ces deux marchés se compenseront sauf la différence entre le prix des deux négociations, c'est-à-dire que X... recevra finalement 1.000 francs. *A priori* qu'y a-t-il d'illégal dans ce règlement? Critiquerait-on par hasard la revente qu'aurait faite à Y... l'acheteur de X...? Assurément non ; Z..., cet acheteur, recevrait

de Y... les 16 francs par hectolitre qu'il aurait payés à X..., et ainsi on arriverait à ce même résultat : X... gagnant le franc par hectolitre qu'Y... perd, seulement la dernière opération comprendrait un rouage de plus.

De même, le 1^{er} janvier 1898, Y... vend 12.000 francs de rente 3 0/0 à 104 francs fin courant. Le 31 janvier la rente est à 103.50. Son acheteur direct (1) est X... : celui-ci, le 31 janvier, pourra lui revendre la même quantité de rente qu'il lui a achetée, ce qui, en fin de compte, procurera à Y... un bénéfice de 2.000 francs. Les choses ne se passeraient pas autrement si Z..., l'acheteur de X..., vendait à Y... au prix de 103.50 ces 12.000 francs de rente que X... aurait payés à ce dernier 104 francs.

Ces exemples, nous les avons cités, pour prouver qu'un règlement par différences ne constitue pas *a priori* un jeu ; maintenant, que parfois on n'emploie pas la forme du marché à terme pour déguiser un simple pari sur les cours, voilà ce que nous ne prétendrons, mais si l'on veut alors scruter les intentions des parties, dans quel arbitraire ne tombera-t-on pas ? A cet égard rien de plus instructif que cette jurisprudence immédiatement antérieure à la loi du 28 mars 1885 et dont les variations amenèrent enfin une réforme dans la législation des marchés à terme. Hélas ! les bonnes intentions ne suffisent pas toujours ; la loi de 1885 voulait supprimer l'arbitraire, il règne autant que jamais. Mais n'anticipons pas et reprenons, où nous l'avions quittée, l'histoire de la jurisprudence.

A partir de 1847, avons-nous dit, la validité des marchés à terme gagne du terrain : elle apparaît comme

(1) Pour la clarté de l'explication, nous supposons que X... et Y... ont traité directement entre eux sans avoir recouru à l'intermédiaire d'un agent de change.

une question de fait et elle est admise quand les opérations d'achat et de vente ne sont pas en disproportion avec la fortune des contractants. Un arrêt de la Cour d'appel de Paris ouvre, le 14 août 1847, cette ère nouvelle ; mais, chose remarquable ! dans la même audience est rendu un arrêt contraire (D. P. 49, 2, 15) ; tant il est vrai qu'il en coûte toujours de rompre avec d'anciens errements ! Le 25 avril 1849, un second arrêt de la Cour d'appel de Paris vient également proclamer l'inadmissibilité de l'exception de jeu lorsque les opérations n'excèdent pas les facultés du spéculateur.

Le 9 mai 1857, la Cour de cassation, abandonnant l'opinion qui lui avait fait rendre l'arrêt Perdonnet contre de Forbin-Janson, consacra la nouvelle jurisprudence et déclara licites les marchés à terme sérieux ; le 19 janvier 1860, elle rendait un nouvel arrêt dans le même sens et où nous relevons la déclaration suivante : « Les opérations à terme « sont réputées licites à la seule condition qu'elles sont « sérieuses, qu'elles tendent à la délivrance réelle des « titres et ne cachent pas des marchés fictifs et de jeu. » Nous soulignons ces mots « à condition qu'elles tendent à la « délivrance réelle des titres » car, derrière eux, nous voyons s'approcher l'article 1965 du Code civil. A présent on raisonnera de la façon suivante : si des marchés à terme se règlent par le paiement de différences, c'est que les parties n'avaient en vue qu'un pari sur les cours : or la loi, aux termes de l'article 1965 du Code civil, n'accorde aucune action pour le paiement d'un pari, donc quand l'exécution en sera demandée aux Tribunaux, ceux-ci devront la refuser. Nous ne reviendrons pas sur notre démonstration pour établir qu'il est des marchés qui n'ont rien d'illicite, quoique se résolvant en des différences ;

mais, puisqu'il en est ainsi, nous sommes bien obligés de nous demander à quel critérium recourra la jurisprudence pour distinguer ces marchés sérieux de ceux qui cachent un pari. Dans divers arrêts postérieurs à 1860, la Cour de cassation décida que, dans l'occurrence, la question était laissée à l'appréciation souveraine des juges du fait : par là on ouvrait la porte toute grande à l'arbitraire. Désormais l'admission ou le rejet de l'exception de jeu sera une simple affaire d'impression, car on chercherait vainement dans les travaux préparatoires de l'article 1965 un point de repère pour son application aux opérations appelées *jeux de Bourse* : ni l'exposé des motifs par Portalis, ni le rapport de Siméon au Tribunal, ni le discours de Duveyrier au Corps législatif ne font allusion aux opérations de Bourse : ce silence prouvait assez que jamais cet article n'y devait s'appliquer. Sans doute l'on devait admettre l'exception de jeu pour ces conventions où les parties s'étaient engagées dès la formation du contrat, l'une, à ne pas exiger la livraison, l'autre, à ne pas l'imposer, et où en conséquence la solution par différence était un droit pour chacune d'elles : mais une semblable convention, outre qu'elle est très rare, ne se consigne généralement pas dans un écrit : voilà donc les juges à nouveau obligés de rechercher dans les circonstances de la cause la nature véritable de l'opération.

Les Tribunaux de Commerce admirent difficilement l'exception de jeu, les Cours d'appel au contraire eurent une tendance marquée à appliquer l'art. 1965. Cette divergence méritait qu'on la remarquât : en effet, les juges consulaires, hommes de la pratique, se rendaient mieux compte des perturbations que jetait dans le monde des affaires la non-reconnaissance des marchés à terme : dès lors ils

tenaient la main à l'exécution fidèle des engagements. Nous empruntons à M. Badon-Pascal deux exemples qui font bien voir jusqu'à quel point la jurisprudence d'alors assurait l'impunité aux spéculateurs malhonnêtes. — Un spéculateur est en relations d'affaires avec deux agents de change. Chez l'un il achète une certaine quantité de rentes ; chez l'autre il en vend la même quantité. A la fin du mois il y a eu hausse : notre spéculateur ira toucher son bénéfice chez l'agent de change dans la maison duquel il était acheteur, et il refusera de payer l'autre, en invoquant l'art. 1965. — L'autre exemple prouve le danger que couraient les agents de change (1). Un banquier fait des opérations chez un agent de change pour le compte de clients qui le paient régulièrement. Il devrait donc remettre à l'agent de change l'intégralité des sommes qu'il a reçues pour lui. Mais, s'il est de mauvaise foi, il pourra s'approprier l'argent en invoquant l'exception de jeu, qui sera admise facilement, surtout si, ayant une nombreuse clientèle, il a fait des opérations importantes.

On voulait enrayer la spéculation, honnête en soi, et l'on favorisait l'agiotage que l'on ne saurait trop condamner !

« Je ne sais rien de plus respectable, disait Berryer, que
« le sentiment qui a inspiré jusqu'à présent les décisions de
« la jurisprudence. L'horreur du jeu, le désir de l'atteindre
« partout où il se cache et de le proscrire, ont conduit la
« magistrature à confondre avec le jeu la spéculation
« légitime, celle qui est un élément nécessaire de la
« prospérité publique. Mais je crois que la magistrature est
« arrivée précisément par ces arrêts, à un résultat tout

(1) Cependant la plupart des arrêts exigeaient la mauvaise foi de l'agent de change pour qu'il fût possible de lui opposer l'exception de jeu.

« contraire à celui qu'elle se proposait... Ah! *pourquoi au lieu de dénier l'action civile pour raison des engagements pris dans les marchés à terme, n'a-t-on pas maintenu tous les droits de la loyauté, le respect et l'inviolabilité des engagements ? Pourquoi n'a-t-on pas condamné l'homme qui a fait un marché à terme, et n'en remplit pas les conditions ?* Une pareille jurisprudence eût singulièrement diminué le nombre de gens qui cherchent la fortune dans de folles entreprises, sans qu'une responsabilité sérieuse, légale, les arrête sur la voie des engagements irréflechis (1). »

Tel était l'état de la question quand survinrent les désastres financiers de 1882. Les spéculateurs de mauvaise foi qui furent victimes du krach invoquèrent l'exception de jeu : le scandale fut si grand qu'on voulut en empêcher le renouvellement. Le Gouvernement nomma une commission extra-parlementaire chargée de préparer un projet de loi (1) qui devint la loi du 28 mars 1885.

Ainsi le législateur avait mis près de quatre-vingts ans pour exécuter la promesse qu'il avait faite dans l'article 90 du Code de commerce. « Il sera pourvu par des réglemens d'administration publique, à ce qui est relatif : 1° . . . ; 2° à la négociation et à la transmission de la propriété des effets publics. »

(1) Plaidoirie de Berryer pour les coulissiers 1859 — fragment cité dans le Mémoire de la Chambre de commerce de Paris, du 8 février 1882.

(1) Le rapport de cette commission fut rédigé par M. Lyon-Caen.

CHAPITRE IV

Les marchés à terme et la loi du 28 mars 1885

Voici le texte de cette loi qu'il nous reste à examiner :

ARTICLE PREMIER. — Tous marchés à terme sur effets publics et autres ; tous marchés à livrer sur denrées et marchandises, sont reconnus légaux.

Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui en résultent, se prévaloir de l'article 1965, Code civil, lors même qu'ils se résoudraient par le paiement d'une simple différence.

ART. 2. — Les articles 421 et 422 du Code pénal sont abrogés.

ART. 3. — Sont abrogées les dispositions des anciens arrêts du Conseil des 24 septembre 1724, 7 août, 2 octobre 1785 et 22 septembre 1786; l'article 15, chapitre I et l'article 4 chapitre II, de la loi du 28 vendémiaire an IV; les articles 85, paragraphe 3 et 86 du Code de commerce.

ART. 4. — L'article 13 de l'arrêté du 28 prairial an X est modifié ainsi qu'il suit : « Chaque agent de change est responsable de la livraison et du paiement de ce qu'il aura vendu et acheté. Son cautionnement sera affecté à cette garantie. »

ART. 5. — Les conditions d'exécution des marchés à terme par les agents de change, seront fixées par le règlement d'administration publique prévu par l'article 90 du Code de commerce.

Les quatre derniers articles se passent de commentaires, nous connaissons en effet les règles spéciales aux marchés à terme que renferme le décret du 7 octobre 1890 fait en conformité de l'article 5; quant aux articles 2 et 3, notre

historique en fait comprendre la nécessité dans une loi qui vient reconnaître expressément la légalité des marchés à terme; enfin l'article 4 ne laisse subsister de l'article 13 de l'arrêté du 27 prairial an X que la partie concernant la responsabilité des agents de change; il devait supprimer la partie relative à l'obligation du dépôt préalable, les marchés à terme se faisant presque toujours à découvert.

Seul l'article premier nous retiendra quelque temps.

Le principe qu'il pose est des plus clairs: tous les marchés à terme, quels qu'ils soient, sont reconnus légaux.

Nous en inférons immédiatement que l'exception de jeu est désormais inadmissible en matière de marchés à terme. Le premier alinéa de notre article suffisait pour mettre fin aux variations de la jurisprudence et aux incertitudes de la doctrine, ou bien on pouvait encore, par surcroît de précaution, écarter expressément l'exception de jeu. La Commission ne prit aucun de ces deux partis et elle nous en donne les motifs dans son rapport. « La jurisprudence
« actuelle manque de règle fixe pour se guider dans l'ap-
« préciation des opérations litigieuses. De là naît le mal
« dont on se plaint avec raison; de là vient que, trop sou-
« vent, des marchés à terme sérieux ont été déclarés
« fictifs et que des hommes malhonnêtes ont invoqué avec
« succès l'exception de jeu à l'occasion d'opérations qui
« étaient de véritables ventes à terme. Mais le remède
« radical qu'on propose aurait de graves inconvénients. Il
« est, de plus, contraire aux principes généraux de notre
« législation..... Il n'est pas possible d'ériger en présomp-
« tion légale absolue, qu'une opération ne constitue pas un
« jeu, par cela qu'elle a été qualifiée du nom de marché à
« terme. Autrement rien n'empêcherait de faire un véri-
« table pari sur la hausse ou sur la baisse, et, pour se pro-

« curer une action en justice, de lui donner les formes d'un
« marché à terme. Les tribunaux doivent toujours avoir le
« droit de constater qu'un acte a été simulé, pour se sous-
« traire à la loi... Les tribunaux peuvent rechercher la
« nature véritable des opérations qui leur sont soumises,
« quels que soient la forme et le nom sous lesquels elles se
« produisent. On ne voit pas pourquoi on leur enlèverait ce
« pouvoir, quand il s'agit d'opérations qualifiées par les
« parties de marchés à terme. On a souvent demandé qu'on
« fît rentrer les marchés à terme dans le droit commun :
« c'est ce que veut aussi la commission. Mais en attribuant
« à la seule qualification de marché à terme donnée à des
« opérations, l'effet de supprimer le droit légitime d'investi-
« gation des magistrats, on apporterait une dérogation
« exorbitante au droit commun ; on créerait un véritable
« privilège, grâce auquel il serait facile d'exercer, contrai-
« nement à l'article 1965, une action en justice pour l'exé-
« cution d'un pari caractérisé... »

Nous suivrons pas à pas l'élaboration de la loi, car ce n'est pas autrement que nous arriverons à pouvoir critiquer la jurisprudence qui s'est formée sur elle.

Cette parenthèse fermée, examinons comment la commission traduit sa pensée. Elle proposait d'ajouter à l'article 1^{er} cet autre paragraphe : « Nul ne peut, pour
« se soustraire aux obligations qui en résultent, se préva-
« loir de l'article 1965 du Code civil, lorsque l'acheteur a
« droit d'exiger la livraison ou que le vendeur a le droit
« de l'imposer ». Cette rédaction nous aurait plu ; elle montrait péremptoirement, selon nous, que tout en n'admettant aucune preuve contre la validité des marchés à terme, la loi cependant ne voulait pas sanctionner ces conventions inusitées où l'on stipulerait à l'avance que la

solution par différences serait un droit pour chacune des parties. Il est regrettable que la Chambre des députés ait cru voir dans ce texte un renversement de l'ordre juridique de la preuve obligeant celui qui invoquerait un marché à terme à en prouver la réalité : ce paragraphe ainsi compris devait être repoussé, car il aurait détruit l'économie de la loi.

La commission de la Chambre proposa le texte suivant :
« Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui en
« résultent, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil, lors
« même qu'ils *devraient se résoudre* par le paiement d'une
« simple différence. »

Quand la loi vint en discussion au Sénat, celui-ci remplaça les mots « *devraient se résoudre* » par les mots « *se résoudraient* ». Pour saisir le sens de cette modification, on ne peut mieux faire que de lire le rapport de M. Naquet au Sénat :

« On comprend, à première vue, la distinction qui existe entre ces deux textes.

« Un marché se produit dans les formes ordinaires, suivant les formules d'engagement, écrites ou verbales, citées dans le parère de 1824 et les seules usitées à la Bourse et dans le commerce.

« A l'échéance, la livraison n'ayant pas lieu, il se résout par le paiement d'une simple différence, rien de plus licite aux yeux de votre commission.

« C'est justement pour empêcher que l'auteur d'un marché puisse être appelé à fournir la preuve que ce marché est réel, ce qui renverse l'ordre juridique de la preuve, c'est pour éviter cet écueil que le projet a été fait.

« Mais il va de soi que l'écueil est évité avec le texte que vous propose votre commission, tout comme avec celui de la Chambre des députés, puisque le texte de votre commission, tout comme celui de la Chambre, porte expressément la recon-

naissance légale des marchés à terme et à livrer, et la possibilité pour ces marchés de se résoudre par de simples différences, si tel est le gré des parties.

« Quant à la rédaction de la Chambre sur ce point, il a paru à la majorité de votre commission qu'elle allait au delà de ce qui a été constamment réclamé depuis 1824, qu'elle dépassait le but.

« En mettant dans l'article premier les mots *devraient se résoudre*, au lieu des mots *se résoudraient*, on validerait non seulement les vrais marchés, mais encore des conventions nouvelles, inconnues jusqu'ici, innommées, que l'on ne saurait assimiler à un marché et par lesquelles, au moment même de la transaction, les parties s'engageraient à ne pas exiger la livraison, à ne pas l'imposer et à résoudre l'opération par le simple paiement d'une différence.

« Dans ce cas, le mode de solution par différence ne serait plus un simple fait, une des diverses manières dont les marchés se résolvent. Ce serait un droit, une obligation.

« De telles opérations auraient-elles le caractère d'un marché? Nullement, et on ne saurait les valider à propos d'une loi sur les marchés à terme. Il sera toujours temps de le faire si ces transactions, à peu près inconnues jusqu'à ce jour, en arrivent à devenir communes et si leur reconnaissance légale est alors réclamée par les besoins du commerce, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui. En se refusant à comprendre les conventions de cette nature, dans la présomption légale qui couvre tous les marchés à terme, votre commission n'a pas entendu les frapper d'une condamnation générale. Elle laisse sous ce rapport les choses en l'état.

« S'il s'agit d'un marché contracté selon les règles, le marché est valable, il est couvert par une présomption légale qui empêche les Tribunaux de rechercher les intentions premières des parties.

« Mais s'il s'agit d'une convention écrite portant que la livraison des titres ou des marchandises ne pourra être ni exigée ni imposée, les Tribunaux apprécieront, comme aujourd'hui, s'il y a là une convention que la Société doit couvrir de

sa protection, ou un simple jeu dont elle n'ait pas à connaître... ».

Notre citation est déjà bien longue, mais il nous est impossible de ne pas la continuer, alors surtout que la suite nous attestera la clairvoyance que montraient les adversaires de la modification apportée par le Sénat :

« Ceux qui y étaient opposés... trouvaient que si la rédaction de la Chambre prêtait aux quelques critiques élevées contre elle, elle avait, par contre, l'avantage de mieux préciser la présomption légale et de fermer plus sûrement la porte aux interprétations de la jurisprudence que tout le monde, dans votre commission, veut éviter dans l'avenir.

« Si, disaient-ils, nous remplaçons le membre de phrase *devraient se résoudre* par celui *se résoudraient*, nous indiquons que nous ne voulons pas couvrir de cette présomption légale les conventions innommées dans lesquelles on s'engagerait, dès le début, par écrit, à ne pas livrer, à ne pas exiger la livraison des marchandises ou des titres.

« Mais qu'est-ce, en somme, qu'une convention écrite, sinon une preuve authentique, il est vrai, de l'intention des parties?

« Or, si cette intention des parties ressort évidente, encore bien qu'il n'y ait aucune stipulation écrite, les tribunaux n'y verront-ils pas le moyen d'annuler des marchés qui auraient cependant revêtu la forme ordinaire? Ne diront-ils pas que le marché a été fictif, que les parties n'ont adopté la forme régulière que pour éluder la loi; qu'en fait, étant donné qu'ils étaient décidés, dès le début, à ne liquider leurs opérations que par le paiement d'une différence, ils ont fait un simple pari que la loi ne peut couvrir de sa protection?

« Et si cela arrive, qu'aurons-nous fait? *Nous aurons fait une loi qui laissera subsister la situation actuelle tout entière.*

« Sans doute les Tribunaux, s'ils le veulent, auront la faculté d'étendre, d'élargir leur jurisprudence plus qu'ils ne le peuvent actuellement, mais s'ils ne le veulent pas, ils pourront supprimer la plupart des bons effets de la loi actuelle.

« Rien de tel avec la rédaction de la Chambre. Vous risquez, il est vrai de couvrir quelques paris que ne couvrirait pas votre rédaction à vous. Mais ces paris, pour les redouter, où les a-t-on vus se produire? A supposer que deux hommes veuillent jouer sur des valeurs ou des marchandises, ils le font en achetant et en revendant. En voulant combattre une forme de jeu qui ne s'est peut-être jamais pratiquée, on sacrifie la clarté de la loi à une chimère. »

Lorsqu'on fit remarquer que les mots *se résoudraient* permettraient des appréciations d'où pourrait sortir une jurisprudence abolitive de la loi, les partisans de la modification soutinrent que le texte reconnaissant la légalité des marchés à terme, ceux-ci étaient couverts par une présomption légale qui excluait la preuve contraire. C'était une erreur, car la présomption légale n'est exclusive de la preuve contraire que quand, *sur le fondement de cette présomption, la loi annule certains actes ou dénie l'action en justice, à moins qu'elle n'ait réservé la preuve contraire.*

Enfin, voici un dernier passage que devraient bien relire certains magistrats trop enclins à continuer la jurisprudence antérieure à notre loi :

« Ce que le Sénat n'a pas voulu, c'est approuver et sanctionner cette jurisprudence, qui fait dépendre la validité du marché de simples présomptions tirées soit de l'importance des opérations comparées à la situation de fortune, non pas des contractants, mais de celui qui veut se soustraire à ses engagements, soit de l'intention des parties quand cette intention des parties ne dérive que des résultats.

« Comment serait-il possible qu'après des déclarations aussi nettes, aussi formelles, que le Sénat s'est appropriées par son vote et que la Chambre ratifiera sans doute par le sien, comment serait-il possible, disons-nous, que les tribunaux eussent

la velléité d'admettre qu'il n'y ait là qu'une présomption qui peut être détruite par la preuve contraire, que rien n'est changé dans la législation et que les parties pourront, comme par le passé, se prévaloir de l'article 1965 pour se soustraire à leurs engagements.

« Votre commission ne le pense pas. Elle affirme de nouveau que tous les marchés à terme et à livrer tels qu'ils sont connus et pratiqués dans le monde des affaires constituent par eux-mêmes une preuve contre laquelle nulle preuve contraire ne peut être admise ; et c'est sous le bénéfice de ces observations qu'elle vous propose d'adopter le projet de loi tel qu'il a été voté par le Sénat. »

Ainsi, voilà bien précisée la portée du dernier alinéa de l'art. 1^{er} : il n'était pas inutile d'aller en lire le sens dans les travaux préparatoires de la loi, car le texte en lui-même est obscur ; il pourrait s'interpréter de la façon suivante : les marchés à terme sont légaux, mais à condition que les parties n'aient pas voulu dès l'origine une solution par différences. Cette interprétation, qui laisserait aux juges leur pouvoir d'appréciation d'antan, est à repousser : le législateur a voulu, nous le savons maintenant, exclure l'exception de jeu. L'erreur juridique par lui commise est elle-même des plus significatives ; il ne veut pas qu'une preuve contraire vienne détruire la présomption légale qu'il a posée dans le premier alinéa ; seule une preuve écrite de l'intention originelle des parties de régler leur marché par différence pourra combattre cette présomption : « les présomptions légales, termine-t-il, excluent la preuve contraire ». Malheureusement une même destinée allait unir l'intention et l'erreur : on ne tint compte ni de l'une, ni de l'autre.

A l'apparition de la loi du 28 mars 1885, la doctrine se divisa.

M. Buchère prétendit que cette loi reconnaissait la validité de tous les marchés à terme, même de ceux qui se résoudraient par le paiement d'une simple différence : on ne pouvait détruire cette présomption légale par la preuve contraire ; cependant l'exception de jeu pourrait être admise si l'opération révélait par sa forme, par son écrit ou de toute autre manière que les parties ont entendu simplement parier sur la hausse ou la baisse des cours ; c'était vouloir laisser à la jurisprudence ses anciens errements.

Une distinction très différente fut faite par M. Labbé : « Toutes les fois, disait-il, qu'un agent de change intervient, que l'opération soit une vente ferme, qu'elle ne doive se résoudre au contraire que par un paiement de différences, les parties ne sauraient invoquer l'art. 1965 du Code civil » ; on créait par là un nouveau privilège au profit des agents de change.

D'autres auteurs, respectant davantage l'intention du législateur, soutinrent que les parties ne pourraient, à l'occasion d'un marché à terme, soulever l'exception de jeu que si, *originellement*, elles avaient reconnu par écrit leur volonté de faire uniquement un pari sur la hausse ou la baisse des cours. Cette opinion est celle de MM. Lyon-Caen et Renault (1).

La jurisprudence montre la même incertitude : une notable partie reconnaît bien que les marchés à terme sont légaux, qu'ainsi l'exception de jeu ne peut plus être suppléée d'office par les magistrats, mais, pour elle, l'annulation des marchés est encore possible dans le cas où les circonstances démontreraient que les contractants n'ont pas traité sérieusement. (V. Paris, 29 décembre 1885,

(1) Lyon-Caen et Renault. *Traité de Droit commercial*, tome 4, page 681.

Gazette des Tribunaux 9 février 1886 ; — Lille, 14 mars 1887, *Droit* 20 avril 1887 ; — Rouen, 15 février 1888, *Recueil du Havre*, 88. 2. 47).

Les motifs sur lesquels se base cette jurisprudence se trouvent très exactement déduits dans un arrêt récent que, pour cette raison, nous voulons reproduire.

Cet arrêt a été rendu par la 3^e Chambre de la Cour d'appel de Paris, le 19 décembre 1896 :

Considérant, dit la Cour, que l'article premier de la loi du 28 mars 1885, aux termes duquel nul ne peut se prévaloir de l'article 1965 du Code civil pour se soustraire aux obligations résultant de marchés à terme sur effets publics ou de marchés à livrer sur denrées et marchandises lors même qu'ils se résoudraient par le paiement de simples différences, n'implique pas que cet article soit devenu inapplicable aux opérations de jeu qui se cachent sous la fausse apparence des marchés à terme ou à livrer ;

Considérant que la loi du 28 mars 1885 étant restée muette sur le point de savoir comment ces déguisements peuvent être prouvés, la question doit être tranchée d'après les principes du droit commun ; que ces principes résident dans les articles 1341 et 1353 du Code civil ; que, suivant l'article 1341, il n'est reçu aucune preuve par témoins contre et outre le contenu aux actes, ni sur ce qui serait allégué avoir été dit avant, lors, ou depuis les actes, encore qu'il s'agisse d'une somme ou valeur moindre de 150 francs ; que l'article 1353 ajoute que les présomptions non établies par la loi ne peuvent être admises que dans les cas où les preuves testimoniales sont admises ; qu'il s'en suit que toute personne qui a librement consenti à un acte ne peut, en général, l'attaquer pour cause de simulation qu'au moyen d'une contre-lettre émanée de la partie adverse ;

Mais que la disposition finale de l'article 1353 apporte une exception à cette règle, et autorise la preuve par présomptions lorsque la simulation est arguée de fraude ; que l'exception est

formulée en termes absolus, et ne comporte pas de distinction entre la fraude envers les personnes et la fraude à la loi ;

Que la dissimulation d'opérations de jeu sous le couvert de marchés à terme ou à livrer, constitue une fraude à l'article 1965 qui dénie toute action en justice pour le paiement d'une dette de jeu ou d'un pari ; que la recherche de cette fraude ne saurait donc être soumise à la condition d'une preuve écrite ;

Que la thèse contraire repose sur une confusion manifeste des règles relatives à la preuve des simulations exemptes de fraude (art. 1341) avec celles qui concernent la preuve des simulations entachées de ce vice (art. 1353) ; que si elle a été soutenue au cours des travaux préparatoires de la loi du 28 mars 1885, elle n'a pas été consacrée par cette loi, et ne saurait tenir lieu d'une disposition qu'on n'y trouve pas (1).

La minorité de la jurisprudence se conformant à l'esprit de la loi, rejette l'exception de jeu pour toute opération constituant un marché à terme (Paris, 6 juin 1885. D. 85. 2. 124. Lille 14 mars 1887. Loi 5 juin 1885.) (Montpellier 7 mai 1885. D. 2. 85. 121, Rouen 22 juin 1891. Droit 16 octobre 1891.)

En résumé, pour nous, le but de la loi de 1885 nous semble manqué ; elle voulait faire cesser l'équivoque existant entre les opérations sérieuses et les opérations fictives et mettre ainsi une fin à l'arbitraire ; la plus grande partie de la jurisprudence la rend lettre morte, car aujourd'hui encore il suffit de prouver qu'il y a eu jeu et voilà appliqué l'art. 1965. Quant à la preuve, elle sera administrée par tous les moyens qu'autorise la loi ; ainsi interprétée, la loi du 28 mars 1885, n'est plus venue que donner une confirmation pure et simple de la jurisprudence antérieure.

Il est singulier pourtant que les magistrats ne se rendent

(1) G. des T. du 16 janv. 1897. Cet arrêt a été magistralement commenté par M. Victor Emion qui s'élève avec force contre une pareille jurisprudence. (V. *Bulletin des Halles*, n° du 8 février 1897.)

pas au raisonnement suivant. Une loi nouvelle n'a sa raison d'être que si elle sanctionne un usage préexistant ou que si elle crée un ordre de choses nouveau. Nous ne parlons évidemment pas ici des lois interprétatives.

Or, de ces deux buts quel a été celui de la loi du 28 mars 1835 ? Pour répondre avec plus de certitude, suivons-en la genèse. En 1882, éclata un bouleversement financier à la suite duquel se produisirent de tels scandales que le législateur crut enfin devoir satisfaire aux réclamations générales du commerce et de la finances ; on voyait alors des gens, les mains encore pleines des différences gagnées, venir demander aux Tribunaux l'annulation de ces marchés à terme qui, après les avoir longtemps enrichis, s'étaient tournés contre eux : ils opposèrent avec succès l'exception de jeu.

Il fallait une loi pour rassurer les consciences troublées et aussi pour soutenir le crédit, car la mauvaise foi de ces spéculateurs éhontés avaient contraint la chambre syndicale des agents de change de Paris à contracter un emprunt de 80 millions ; sans lui, ses membres, non payés par leurs débiteurs, n'auraient pu solder leurs créanciers.

Cela connu, nous voilà avec cette idée que la nouvelle loi devra empêcher que, pour se soustraire à l'exécution des marchés à terme, il soit excipé de l'article 1965 du Code civil. Les travaux préparatoires, en nous confirmant dans notre opinion, commentent de la façon la plus claire un texte dont la rédaction pouvait laisser un doute. Donc, tous ces faits démontrent péremptoirement que les marchés à terme sont protégés, en vertu de la loi de 1885, par une présomption légale de validité et qu'il n'appartient plus aux Tribunaux de rechercher si, sous les apparences d'un marché à terme, les parties ne se sont pas en réalité prêtées à une véritable opération de jeu ne comportant que le paiement de différences.

Cette conclusion, la seule logique à notre avis, semble en ces derniers temps rallier aussi les magistrats. En effet, le 1^{er} juin 1897 voici l'espèce qui fut soumise à la Cour d'appel de Grenoble. M. H. . . avait donné à la Banque Valentinoise des ordres d'achat et de vente de valeurs de Bourse ; étant devenu, par suite de ces opérations, débiteur d'une somme de 99.201 fr. 25, il fut assigné en paiement. Il opposa alors l'exception de jeu.

Mais la Cour a rejeté cette exception par un arrêt ainsi conçu :

« Attendu que, d'après l'art. 1^{er} de la loi du 28 mars 1885, nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui résultent des marchés à terme sur les effets publics ou autres, se prévaloir de l'art. 1965 C. civ., lors même que ces marchés se résoudraient par le paiement d'une simple différence ;

« Attendu que, si l'on se reporte à la crise financière à la suite de laquelle cette loi fut proposée et votée, aux refus opposés aux légitimes demandes des agents de change, qui, après avoir exécuté leurs obligations, réclamaient le paiement de ce qui leur était dû, à la nécessité reconnue alors de s'opposer à ce que, à l'avenir, l'institution de ces officiers publics pût être gravement menacée dans son fonctionnement, si l'on examine les travaux préparatoires de la loi, quelque confus et incertains qu'ils soient à certains égards, du moins peut-on dégager avec certitude, et de cette situation et de ces travaux, l'idée que le législateur de 1885 a entendu créer une présomption légale en faveur de la validité des marchés à terme, et ne pas permettre que les acheteurs ou vendeurs à terme pussent désormais, comme ils venaient de le faire, opposer à l'intermédiaire par lequel ils avaient contracté, la nullité de leurs engagements, sous le prétexte que leurs opérations n'avaient pas eu le caractère de contrats sérieux, mais n'étaient que jeux ou paris ;

« Attendu que la loi de 1885, après avoir déclaré valables les marchés à terme, n'a fait aucune réserve, ainsi que le dit le rapporteur de la loi, ni admis aucune preuve tirée de l'ex-

ception de jeu contre cette validité du marché ; que, par suite, H... qui, dans l'espèce, n'a point eu avec la banque Reboul de conventions particulières relativement à des paris en matière d'effets de bourse, qui s'est borné à donner à cette maison, qu'il prenait comme mandataire, des ordres d'achat et de vente, que la Banque Valentinoise faisait ensuite exécuter, ne saurait, contrairement à la loi de 1885, prétendre que ses engagements sont nuls en vertu de l'art. 1965 C. civ. » (1).

Le 17 novembre 1897, la Cour de cassation, par un arrêt conforme aux conclusions du conseiller rapporteur, M. Marignan, a admis un pourvoi formé contre des arrêts de la Cour de Paris, du 19 décembre 1896, qui, nous l'avons vu, avaient admis l'exception de jeu (2).

Enfin, le 1^{er} décembre 1897, la troisième chambre du Tribunal civil de la Seine rendait un jugement dans lequel était également rejetée l'exception de jeu. Les juges ont considéré, en effet, que la loi de 1885 avait déclaré valables les opérations à terme, et que la présomption légale qui résultait de cette loi, ne pouvait être détruite que par la production d'un *contrat écrit* établissant le caractère fictif des opérations; qu'au surplus, aucune preuve de cette nature ne pouvait être faite contre un agent de change qui n'était pas la contre-partie de ses clients.

Nous nous réjouissons de trouver, en terminant notre historique, la jurisprudence décidée à quitter une voie où nous l'avions vue marchant résolument à l'encontre de la volonté du législateur de 1885. En tous cas, c'est une nouvelle protestation contre les exigences des adversaires de la spéculation.

(1) Loi du 23 novembre 1897.

(2) Nous n'avons malheureusement pas pu nous procurer encore le texte de cet arrêt.

tion, adversaires que nous rencontrerons bientôt réclamant des entraves pour les marchés à terme.

Avant d'aborder la partie économique, il est une opération dont il nous faut examiner ici le mécanisme et la nature juridique : nous voulons parler des reports.

APPENDICE

Les Reports

Une spéculation des plus usuelles à la Bourse est le *report* (1).

Par le report le spéculateur à terme, au lieu de se liquider à l'échéance convenue, peut proroger son opération (2).

Nous sommes acheteur de 10.000 francs de rente 3 0/0 à 104 francs. Le jour de la liquidation, ne pouvant pas ou ne voulant pas en prendre livraison, nous allons trouver X... et lui demandons de payer pour notre compte ces titres qu'il nous gardera pendant un mois. Nous lui offrons 30 cent. de commission par 3 fr. de rente. X... accepte. Nous lui faisons alors livrer contre espèces 10 000 fr. de rente 3 0/0 à 104 fr. et nous nous engageons à les lui reprendre dans un mois, à ce même prix, augmenté du *report* ou commission de 30 cent., soit à 104 fr. 30 cent.

Notre opération avec X... comprend donc : un achat au

(1) Le report a lieu pour les marchandises comme pour les valeurs mobilières; ce que l'on nous verra dire des valeurs mobilières, s'appliquera donc encore aux marchandises.

(2) Le mot *report* se prend aussi dans un autre sens. Normalement le prix du terme est plus élevé que le prix du comptant, dans ce cas, la différence qui sépare ces deux prix est dite *report* : on l'oppose alors au *déport* qui signifie au contraire que le prix du comptant est supérieur au prix du terme.

comptant contre une revente immédiate à terme. X... achète en liquidation ou au comptant, ce qui revient au même, 10.000 fr. 3 0/0 à 104 francs et nous revend ferme, séance tenante, 10.000 fr. 3 0/0 à 104 fr. 30 cent., livrables dans un mois.

En résumé, X... nous a avancé notre prix d'achat pour un mois : il a fait de la sorte un placement temporaire d'une extrême sécurité puisqu'il détient les titres. Si, à la fin du mois, nous voulons garder encore notre position, nous proposerons à X... de renouveler le *report*, à moins que nous ne rencontrions un autre capitaliste nous offrant de meilleures conditions.

Inversement nous avons vendu à découvert 10.000 francs de rente 3 0/0 à 103 francs ; à l'échéance ne pouvant pas ou ne voulant pas nous liquider, nous demandons à X..., de livrer pour notre compte ces 10.000 francs de rente que nous lui rendrons dans un mois. X... accepte. Nous lui faisons livrer alors contre titres notre prix de vente et nous nous engageons à lui rendre dans un mois une même quantité de titres pour tel prix.

Dans les deux cas, X... est notre *reporteur* et nous sommes le *reporté*.

Il n'y a pas report si nous vendons aujourd'hui 10.000 livres de rentes 3 0/0 comptant, et si nous en rachetons une même quantité demain, livrable dans un mois, car « la « simultanéité de la vente et de l'achat est un caractère « essentiel de cette opération ; en cas de *report*, c'est au « même moment qu'une personne achète au comptant ou à « terme une valeur qu'elle revend tout de suite à terme ou « à un autre terme (1) ».

(1) Lyon-Caen et Renault. *Traité de droit commercial*, t. IV, p. 657.

L'écart de prix qu'il y a ordinairement entre l'opération au comptant et l'opération à terme s'appelle le *report* comme la convention elle-même. L'argent qui vient s'offrir en report à chaque liquidation subit la loi de l'offre et de la demande, il est d'autant plus cher qu'il se trouve plus rare et qu'il y a plus de titres à faire reporter. Si cet écart n'existe pas le report est *au pair*, s'il existe en faveur du comptant, il y a *déport*.

Le déport est très rare, il se manifeste quand il y a du *découvert* sur une valeur bien classée(1). Dans ce cas, l'argent ne suffit plus pour reporter les positions; comme il n'y a que des vendeurs à découvert et pas d'acheteurs à crédit, le titre manque. Plus il est difficile à trouver, plus on en paie le loyer.

Somme toute, on peut conclure que pour proroger leurs engagements, l'acheteur ferme *fait reporter* sa position et paie le prix du report et le vendeur à découvert *reporte* sa position et reçoit le prix du report que l'on peut alors comparer à un prêt sur titres.

On nous a vu pendant tout le cours de ces explications employer des mots qui, tantôt montraient le report comme un prêt, tantôt l'assimilaient à une vente. Nous avons agi de cette manière pour ne pas préjuger une question qui trouve ici sa place naturelle : quelle est la nature juridique de l'opération appelée report ?

Dès avant la loi de 1835 les auteurs s'accordaient avec la jurisprudence pour reconnaître qu'en principe le report ne devait pas être considéré comme dissimulant une opération de jeu « Le report, dit Troplong (2), est une sorte

(1) Un *découvert* existe sur une valeur quand les vendeurs sans titres se trouvent à la liquidation en face d'acheteurs qui *lèvent*.

(2) Troplong : *Des contrats aléatoires*, n° 150.

« de placement à intérêt. Rien n'y est aventureux ou
« illicite. L'achat est sérieux : il transfère la propriété.
« La revente ne l'est pas moins ; d'une part, la certitude
« de la propriété sur la tête du revendeur est si évidente
« qu'on n'a jamais pensé à appliquer ici la formalité du
« dépôt imaginée par les arrêts du Conseil de 1785 et
« 1786 ; de l'autre, cette revente fait passer tous les
« risques de baisse du côté de l'acheteur : *Res perit*
« *domino*. Tout se réduit encore une fois à un prêt à inté-
« rêt que l'on opère sous forme d'achat et revente. »

Pour la jurisprudence aussi, la présomption était que les reports constituaient des marchés sérieux, mais si les circonstances de la cause révélaient un agiotage l'article 1965 trouvait son application.

Depuis la loi de 1885, les reports sont des opérations présumées sérieuses et à l'occasion desquelles on ne peut opposer l'exception de jeu que si, à l'origine, on rencontre un écrit indiquant l'intention où étaient les parties de se livrer à un jeu.

Mais une controverse subsiste encore : le report est-il un prêt ou est-il une vente ?

Il est important de trancher une pareille question, car si le report est un prêt, il fallait, avant la loi du 12 janvier 1886, conclure qu'il était usuraire dans le cas où l'écart entre les deux prix dépassait l'intérêt fixé par la loi ; si au contraire le report est une vente, la propriété est transférée au reporteur et de là des conséquences très remarquables. D'abord, le reporteur, propriétaire des titres faisant l'objet de l'opération, peut les vendre sans avoir à remplir les formalités de l'article 93 du Code de commerce ; il est tenu, en second lieu, de répondre aux appels de fonds ; enfin, si les titres sont des actions, il prendra part aux assemblées

générales des actionnaires (1); bien entendu, qu'au cas de perte des titres, le reporteur, propriétaire, en supporte les risques.

Quelques auteurs ont prétendu que le report était un prêt. Voici ce qu'en dit M. Bozérien : « N'est-il pas certain « que le capitaliste joue dans ce contrat le rôle de prêteur ; « que le spéculateur joue celui d'emprunteur ; que le titre « livré par ce dernier est la garantie du prêt, et que la « différence de prix des deux marchés représente l'intérêt « de l'emprunt ? » Nous accordons que le report offre au reporteur toutes les garanties d'un prêt sur gage, car en prenant soin d'opérer sur des valeurs sérieuses, il court simplement le risque de voir le reporté, insolvable, se faire exécuter à l'échéance, ce qui l'exposera peut-être à une perte provenant de la variation des cours ; mais pour des valeurs de tout repos, dont les cours varient peu, le risque n'est pas considérable.

Seulement conclure de là que le report est un prêt, nous ne le ferons pas. Dans le prêt, le prêteur doit rendre à l'emprunteur la chose même qu'il a reçue en gage ; ici, le reporteur devient propriétaire des titres et n'a, à l'échéance, qu'à livrer une égale quantité de titres semblables (2). Il faut considérer le report comme constituant une double opération, un achat au comptant et une revente à terme. Pour nier ce caractère, on raisonne ainsi : « N'est-ce pas « un singulier acheteur que celui qui, revendant à l'instant

(1) Pour éviter que les assemblées générales soient composées d'actionnaires de passage, certaines Sociétés stipulent dans leurs statuts que pour y participer, il faudra être actionnaire depuis un certain temps.

(2) Il est rare que le reporteur doive restituer les mêmes titres ; ce *report cacheté* a lieu cependant quelquefois pour des valeurs à lots ; alors, là, il est vrai de dire qu'il y a prêt sur gage.

« même et par le même acte, la chose qu'il vient d'acheter, « cesse d'être propriétaire de cette chose, au moment « même où il le devient, et n'est-ce pas un singulier contrat « de vente, que celui dans lequel on constate des phéno- « mènes aussi bizarres? » (1). Cette objection méconnaît les caractères de la vente. Le reporteur est devenu propriétaire quand les titres ont été individuellement déterminés quand l'objet de la vente est devenu un corps certain. La revente faite au reporté ne saurait produire le même effet, car elle affecte des choses de genre qui ne seront déterminées qu'à l'arrivée du terme : c'est dire que nous ne partageons pas non plus l'opinion de M. Buchère, qui regarde le report comme une vente à réméré. En outre, le rachat est une faculté pour le vendeur ; dans le report, au contraire, il y a une obligation pour le reporté qui est tenu, puisqu'il rachète au même instant qu'il vend et on ne peut pas dire qu'il exerce immédiatement la faculté de rachat en stipulant un terme pour le paiement, car ce ne sont ordinairement pas les mêmes titres que remettra à l'échéance le reporteur.

La jurisprudence donne au report le caractère que nous lui reconnaissons ; pour elle aussi, c'est une opération double, comprenant un achat et une vente (Cass., 25 février 1884 ; S., 85, 1, 193). Nous avons la bonne fortune de pouvoir citer un arrêt qui, récemment, dans une affaire célèbre, a fait au reporteur l'application exacte des conséquences résultant de sa qualité de propriétaire. La reproduction de ses considérants sera un excellent résumé de tout ce que nous avons dit concernant la nature juridique du report.

Quand fut prononcée la faillite de la Banque d'Escompte

(1) Bozérián, *De la Bourse*.

de Paris, le syndic intenta un procès en nullité de la réduction du capital, se basant sur ce fait que l'assemblée extraordinaire qui l'avait votée n'avait pas réuni le *quorum* nécessaire exigé par les statuts; en effet, pour la composition de cette assemblée, on avait attribué à un reporté la propriété de plusieurs milliers d'actions qui faisaient l'objet du report. Les défendeurs voulaient voir dans ce report un prêt sur gages; le reporteur, lui aussi, demandait à être considéré comme un prêteur, car il n'aurait pas, de cette façon, à effectuer les versements qu'allait rendre obligatoires le jugement qui annulerait la réduction du capital. La Cour d'appel de Paris rejeta ces prétentions par son arrêt du 19 janvier 1897 et elle motiva ainsi sa décision.

« Sur la nullité de l'assemblée tirée de la violation des articles 31 de la loi de 1867 et 38 des statuts, et basée sur le défaut de *quorum* exigé par ces deux articles :

« Considérant qu'après avoir constaté que le *quorum* exigé par la loi et les statuts n'aurait existé qu'en tant qu'il serait démontré que, parmi les actions inscrites sous le nom de S..., 6,702 étaient bien sa propriété, le Tribunal, faisant droit aux conclusions des défendeurs qui prétendaient ne pouvoir rapporter cette preuve par suite du dépôt des pièces justificatives entre les mains d'un juge d'instruction, n'a point jugé à propos de décider cette question ;

« Que la Cour, nonobstant les prétextes allégués, trouve, dans les documents produits, les moyens de la résoudre ;

« Considérant, en effet, qu'il résulte de ces documents, et spécialement de la correspondance échangée entre la Banque d'Escompte et X..., que celui-ci a voulu et exigé que les actions dont il s'agit lui soient données en report ;

« Que si cette opération de report, qui s'est continuée pendant huit mois, par l'intermédiaire d'agents de change, ne laissait à sa charge aucun des aléas de report laissés à la charge de la Banque d'Escompte ou plutôt de son président du Conseil ; que

si, en outre, un intérêt de 5 0/0 lui était garanti par la Banque, cela ne saurait prouver en aucune façon, que X..., qui voulait bien, à raison de sa parenté avec S..., venir en aide à son parent, et à son ami, n'était en réalité qu'un simple prêteur sur nantissement.

« Qu'il résulte, au contraire, des circonstances de la cause, que X..., dont la défiance était justement éveillée par l'état de détresse dans lequel se trouvait son ami, a voulu, nonobstant les charges énormes qui devaient en résulter pour son obligé, devenir, au moyen du report expressément stipulé, le propriétaire des titres à lui donnés en garantie ;

« Que X... ne fût-il, comme il a été soutenu au nom de sa succession, devant la Cour, qu'un simple prêteur sur nantissement, n'aurait pu encore les produire à l'assemblée du 27 juin 1891, qu'avec l'assentiment certain de son prêteur ;

« Considérant, sur ce point, qu'aucun doute sérieux ne peut exister ; qu'en effet, X... a formellement fait déclarer en première instance, par son mandataire, que non seulement il n'avait jamais consenti à se dessaisir de ces titres, mais que S... ne lui avait, à aucun moment, demandé l'autorisation de s'en servir pour assister à l'assemblée extraordinaire du 27 juin 1891 ;

« D'où il résulte péremptoirement la preuve que S... était sans droit pour comprendre, au nombre des actions par lui produites à ladite assemblée, les 6,702 données en report à X..., ou tout au moins dont il s'était dessaisi, sans jamais avoir obtenu l'autorisation de s'en servir, de la part de celui en faveur duquel il avait opéré ce dessaisissement, pour assister à l'assemblée ci-dessus indiquée ;

« Considérant, dès lors, qu'il y a lieu de faire droit, sur ce point, à la demande du syndic et de prononcer, faute du quorum nécessaire exigé par les statuts et la loi, la nullité de l'assemblée extraordinaire du 27 juin 1891 (1) ;

Le report n'est donc pas un gage ; d'où résulte encore

(1) Le même arrêt condamne X... à compléter les versements que rendait obligatoires la nullité de la réduction du capital.

que le reporteur, acheteur à terme, doit jouir de la faculté d'escompte, car on ne saurait lui opposer l'art. 1888 du Code civil aux termes duquel : « Le prêteur ne peut retirer
« la chose prêtée qu'après le terme convenu, ou, à défaut
« de convention qu'après qu'elle a servi à l'usage pour
« lequel elle a été empruntée. » (D. 68.2.1.)

L'exposé des avantages du report rentre dans la partie économique de notre travail à laquelle nous voici arrivés.

DEUXIÈME PARTIE

ETUDE ÉCONOMIQUE DES MARCHÉS A TERME

CHAPITRE PREMIER

La spéculation, l'agiotage, l'accaparement et le jeu

On est très loin d'avoir innocenté les marchés à terme quand on les a proclamés l'aliment principal de la spéculation, car enfin, si, en soi, la spéculation est mauvaise, mieux vaut alors qu'elle périsse d'inanition : la disparition des lépreux a-t-elle jamais fait regretter la lèpre ?

La spéculation est-elle un bien ? est-elle un mal ? C'est donc là le problème qu'il nous faudra résoudre après avoir dit ce qu'elle est.

Nous empruntons au Dictionnaire de Littré cette définition qui a l'avantage de conserver au mot son sens étymologique. « *La spéculation est l'action d'observer attentivement* ». Pour le moment, laissons à cette définition son caractère de généralité, et voyons ce qu'ainsi elle va nous donner.

Si l'on excepte les réflexes, le propre de toute action humaine est d'avoir un but. Toute observation de l'homme

aura donc une cause; ce sera un savant qui voudra saisir une loi, ce sera un praticien qui cherchera à l'appliquer: Newton découvrira la loi de l'attraction universelle, Le Verrier en poursuivra toutes les conséquences et rencontrera un monde. Quelquefois même l'observateur sera et théoricien et praticien; ce sera Cuvier reconnaissant la loi de la corrélation des formes et, à l'aide de cette loi, reconstruisant des êtres disparus. Eh bien! Newton, Le Verrier et Cuvier ont fait de la spéculation; *ils ont observé attentivement*. Nous-mêmes, en parlant de cette manière, nous spéculons, car l'*observation* nous révèle qu'une chose a d'autant plus chance d'être agréée qu'elle se présente sous le patronage de grands hommes. Ainsi, on observe pour découvrir. A présent que nous possédons la cause prochaine de l'observation, recherchons-en la cause éloignée, autrement dit, si nous observons pour découvrir, pourquoi voulons-nous découvrir?

La réponse, on le comprend, variera à l'infini, car deux hommes accomplissant le même acte, agiront souvent pour des mobiles différents.

Newton, Le Verrier et Cuvier cherchaient dans leur étude la satisfaction d'un génie qui avait soif de connaître: tous trois obéissaient à un mobile désintéressé. Mais si Newton eût été en outre un spéculateur, au sens usuel du mot, son mobile eût changé ou du moins ne se fût plus trouvé seul; la découverte du mouvement cosmique, tout en satisfaisant son intelligence, aurait pu lui être une source de bénéfices. Prenons un exemple récent qui traduise notre pensée: très longtemps, pour Lamartine, la poésie fut simplement une occasion d'écouter son génie, mais sur la fin de sa vie, ce qu'il chercha principalement dans les vers, ce fut le moyen d'éteindre ses dettes. Nous

avons hâte de quitter des sphères aussi hautes, mais afin d'éviter une trop brusque transition que l'on nous permette encore un dernier exemple.

Les découvertes d'Ampère sur l'électro-magnétisme furent un contentement donné à son génie. Dans l'application de ces mêmes découvertes, le talent d'Edison cherchera une source de gain.

Le gain, voilà qui nous ramène tout naturellement au vif du sujet, car comme on sait le gain le but de tout commerce, on nous passera bien de l'affirmer d'ores et déjà le but de la spéculation commerciale. Nous avons donc les deux données suivantes : le spéculateur commerçant *observera*, et il observera *pour parvenir à un gain*. Mais sur quoi va porter son observation ? Un raisonnement des plus simples nous conduira à la réponse. La notion de valeur est la base du commerce, puisque, par définition, la valeur est la puissance d'échange d'une chose relativement à une autre, or si, telle, la valeur est essentiellement variable, toutefois l'amplitude de ses oscillations se trouve en partie limitée par le rapport de l'offre et de la demande. Concluons que le spéculateur commerçant *observera pour prévoir ce rapport*.

Dès lors, nous pouvons donner de la spéculation commerciale, ou spéculation proprement dite, la définition suivante : *La spéculation est la recherche attentive, faite pour en tirer le plus grand gain possible, des causes qui pourront modifier le rapport de l'offre et de la demande*. Remarquons de suite que la concurrence, ici comme ailleurs, tendra à réduire ce gain.

La spéculation est donc éminemment un acte de prévoyance : le spéculateur demande à l'avenir une assurance contre le hasard. Est-il rôle plus utile ? Est-il gain plus

mérité? Toutefois, si la spéculation ne profite qu'au spéculateur, nous accordons qu'il n'y ait pas tant lieu d'en favoriser le développement, encore bien que, par son bénéfice, le spéculateur ne nuise à personne.

Mais, au contraire, la spéculation a un effet où tous rencontrent un avantage, car nous allons établir que la spéculation empêche l'avilissement des prix et leur hausse excessive. Le spéculateur est un commerçant : il achètera donc bon marché pour revendre cher ; la fin étant semblable, les moyens doivent différer, ou alors tout commerçant est un spéculateur dans l'acception particulière de ce mot. Regardons les choses de près, et nous verrons le commerçant, au sens général du terme, trouver son bénéfice dans une sage distribution des produits ; il ira demander à l'Amérique ses cotons et lui apportera nos œuvres d'art, c'est-à-dire qu'il prendra une chose là où elle vaut moins, pour la porter là où elle vaut plus. Toute autre est l'opération du spéculateur : celui-ci prendra *quand* les prix seront bas et donnera *quand* les prix seront hauts. Condensons notre idée, et nous dirons : le commerçant agit dans l'étendue, le spéculateur agit dans le temps. La marchandise abonde-t-elle, les prix baissent ; vite, accourt le spéculateur qui, par ses achats, empêche une plus forte dépression ; la marchandise se raréfie-t-elle, les prix s'élèvent, mais alors voilà le spéculateur qui ouvre ses magasins, lance sur le marché ses réserves et arrête la hausse par son offre opportune. Il n'y a aucune témérité de notre part à avancer que, dans les deux cas, le spéculateur a bien mérité des producteurs et des consommateurs.

L'avilissement des prix eût détourné nombre de producteurs d'un travail ingrat, et quand, plus tard, le consom-

mateur serait revenu demander le produit, l'offre, en raison de sa diminution, aurait été plus exigeante. Dans le cas inverse, une hausse exagérée aurait éloigné le consommateur qui, peut-être, se serait déshabitué d'un produit non indispensable, et le jour aurait pu arriver où l'offre n'eût plus rencontré la demande. Le gain du spéculateur est, en conséquence, très légitime; il est la juste rémunération de son travail et des services par lui rendus à la consommation et à la production. De quelle reconnaissance ne se fût pas montré digne l'homme qui, au mois d'août 1870, entrevoyant déjà les malheurs prêts à fondre sur notre infortuné pays, aurait acheté, pour les emmagasiner à Paris, des stocks considérables de denrées diverses! De cette façon, lors du siège, une terrible famine eût été épargnée à la population parisienne; celle-ci, il est vrai, n'aurait pas pu montrer un plus grand courage, mais elle eût moins souffert.

Jusqu'ici nous avons supposé la spéculation sanctionnée par les faits, maintenant, voyons-là prise en flagrant délit d'erreur. En avril dernier, presumant que la récolte serait abondante, nous avons vendu une grande quantité de blé livrable en septembre; puis, notre opération faite, sont venues les gelées tardives; la récolte, désastreuse, a fait hausser les prix; obligé de nous livrer, nous perdons beaucoup. Personne, dans ce cas, ne songera à incriminer la spéculation: comme la victime n'est autre que le spéculateur, on trouve juste qu'il pâtisse d'une erreur qui est sienne. Mais on commencera à condamner la spéculation le jour où la ruine du spéculateur entraînera celle des personnes qui lui ont fait crédit. Estimant que le commerce avec les populations nègres de l'Afrique serait des plus rémunérateurs, nous avons fondé une société pour son exploitation:

dix millions de capitaux ont répondu à notre appel. Il arrive cependant que nous nous sommes trompé ; le commerce est impossible en raison du brigandage ; nos magasins ont été complètement pillés ; ce désastre a englouti tous nos capitaux. Si nos actions ont été cotées en Bourse, un grand nombre d'entre elles seront devenues la propriété de capitalistes en quête d'un placement avantageux et qui les auront acquises parce que, eux aussi, voyaient l'avenir dans notre société. Quant à nous, nous avons toujours présenté les choses telles qu'elles étaient, nos bilans furent sincères, nos dividendes sérieux. Néanmoins, lorsque se produira la catastrophe, on ne manquera pas de déverser le blâme sur la spéculation : ce sera elle qui aura fait monter les cours dans le but d'attirer les capitaux ! et l'on en viendra ainsi à prendre la hausse pour le résultat d'une manœuvre de Bourse, alors qu'elle se trouvait être en réalité la conséquence toute naturelle d'heureux débuts.

Un doute nous assaille : peut-être n'avons-nous pas donné de la spéculation une définition complète ? A l'instant même en effet, nous prenions le mot spéculation dans un sens que nous ne lui avions pas encore vu. Il y a sans doute deux espèces de spéculation, l'une, comme nous l'avons établi, très licite, l'autre complètement immorale, puisqu'elle servirait à fausser les cours ? Non, mais nous nous sommes servi du langage des gens qui, confondant la spéculation avec ce qui n'en est que la corruption, la rendent responsable là où on la trouve victime. La spéculation, nous ne saurons trop le répéter, est honorable ; elle n'est pas l'*agiotage* : arrachons donc à ce dernier un masque qui trompe et montrons-le ainsi sous son jour véritable. D'abord voyons le mot, car fort probablement il nous donnera une idée sommaire de la chose qu'il désigne. Dans son acception

la plus générale; *l'agio est la plus-value d'une chose sur sa valeur nominale.*

Lire qu'en Allemagne il y a agio sur l'or français et notre billet de banque, cela exprime que 100 francs de notre or, par exemple, représentera en monnaie du pays 100 francs plus une somme qui constituera l'agio. Maintenant si l'on prend soin d'observer que souvent la valeur nominale d'une chose s'identifie avec sa valeur réelle, nous aurons déjà quelque idée de l'agiotage : il y aura agiotage quand une chose sera cotée plus haut que sa valeur réelle ; mais, comme d'un côté cette plus-value n'a rien en soi d'illicite et, que de l'autre, l'agiotage se prend toujours en mauvaise part, nous sommes amené à conclure que cette plus-value s'obtiendra par des moyens frauduleux ; complétant alors notre première idée, nous verrons dans l'agiotage une plus-value fictive obtenue par des moyens illicites. Enfin, si nous considérons qu'une malhonnêteté avide cherchera son gain aussi bien dans une moins-value que dans une plus-value, nous arriverons à faire la synthèse de notre pensée en définissant l'agiotage *l'emploi de manœuvres frauduleuse pour donner à une chose une valeur fictive.* Cette définition, on peut le remarquer, nous rejette loin de la spéculation ; le spéculateur prévoit les variations des cours, l'agioteur les provoque ; souvent donc la spéculation sera la première victime de l'agiotage ; quoi qu'il en soit, sa réputation souffrira toujours d'un tel voisinage. On ne saurait trop repasser sur les traits qui distinguent la spéculation de l'agiotage, tant il importe de ne pas unifier ces deux opérations très différentes ! Aussi, allons-nous les opposer dans un même tableau, certain de produire par là une peinture heurtée qui nous empêchera de les jamais confondre.

Dans un pays livré à l'invasion se trouvent deux villes voisines A et B : encore quelques jours et, selon toutes probabilités, elles seront assiégées. X habite la ville A et y fait venir de grands approvisionnements. Y habite B et agit pareillement. L'ennemi investit A, mais néglige B. Pour s'éviter une perte, Y révèle à l'ennemi l'importance stratégique de B qui, alors, est investie à son tour. X et Y ont réalisé d'importants bénéfices, X par la spéculation et Y par l'agiotage.

L'agioteur ne recule en effet devant aucun moyen : pour lui, ils sont tous bons du moment que, par eux, il pourra s'enrichir ; tantôt il publiera des bilans fantaisistes ou annoncera des distributions prochaines de forts dividendes ; tantôt il lancera la nouvelle d'un incident de frontière, tantôt encore il répandra des bruits alarmants sur la santé de tel grand financier, au besoin même, il le dira mort ; puis quand le mouvement cherché se produira, il réalisera son gain en agissant en sens inverse de ce mouvement que, pour d'excellentes raisons, il sait factice ; il provoquera une baisse pour acheter, une hausse pour vendre. Ces *manœuvres de Bourse* nuisent au bon renom de la spéculation, car souvent trompée elle-même par ces agissements frauduleux, elle se trouvera mêlée aux opérations des agioteurs : avec eux elle achètera aux cours bas, avec eux elle vendra à la hausse ; le public qui s'en tient à la surface, voyant opérer ensemble agioteurs et spéculateurs, les jugera de connivence : ainsi s'établissent parfois les mauvaises réputations ! Pour nous, nous croyons être en droit d'affirmer que jamais bénéfices ne sont plus mérités que ceux réalisés dans ces campagnes d'agiotage par la spéculation, car celle-ci, rappelons-le, empêche l'avisement des prix et leur hausse excessive ; or, c'est préci-

sément durant ces campagnes qu'est le plus précieux ce rôle de Providence : alors, en effet, la spéculation contre-carre l'agiotage et en amortit les coups.

Il est donc démontré que la spéculation paralyse l'agiotage, quand toutefois elle ne s'en trouve pas la victime; mais le public, lui, n'y regarde pas de si près, et de la voir agir par occasion aux côtés de l'agiotage, il en conclut qu'elle est un avatar de ce dernier. La fuite des mauvaises compagnies est tout aussi funeste à la spéculation, car si on ne la rencontre plus avec l'agiotage, c'est évidemment que les deux ne font plus qu'un ! Il faudrait convenir cependant qu'il y a telles manœuvres de Bourse qui ne pourront tromper la spéculation; ainsi, peut-on raisonnablement lui faire un grief de ne pas ajouter foi à des réclames du genre de la suivante?

» La souscription à l'emprunt portugais a singulièrement
« stimulé le marché. En dépit des manœuvres des miguellistes
« l'épargne a donné largement...

« D'ailleurs, l'emprunt portugais est arrivé au moment
« propice. Aucune autre opération ne sollicitait les capitaux,
« et, disons-le, nulle affaire ne leur aurait offert des condi-
« tions meilleures. C'est demain soir, 25 avril, que la sous-
« cription sera close aux guichets de tous les grands établis-
« sements de crédit et de leurs succursales et agences. Un
« dernier effort doit être fait, car les nouvelles obligations se
« négocient déjà avec 1.50 à 2 francs de prime. On ne verse
« que 50 francs en souscrivant.»

Cet article fut publié le 24 avril 1891 par un grand journal politique. En réalité l'accueil fait à l'emprunt portugais fut si glacial que, dès le début de la souscription, les obligations (qui, d'ailleurs, n'ont à aucun moment fait 1.50 à 2 francs de prime) étaient offertes à 3 francs de perte ! La spéculation le savait et elle ne donna pas. Son

abstention devient ici une preuve irréfragable de sa complicité !

Mais, dira-t-on, il est sans doute une loi qui, réprimant l'agiotage, démontrera péremptoirement que spéculateurs et agioteurs sont gens tout différents ? Oui, et la voici, elle est écrite dans l'art. 419 du Code pénal : « Tous ceux qui, « par des faits faux ou calomnieux semés à dessein dans « le public... ou qui, par des voies ou des moyens fraudu- « leux quelconques, auront opéré la hausse ou la baisse « des prix des denrées ou marchandises ou des papiers et « effets publics au-dessus ou au-dessous des prix qu'au- « rait déterminés la concurrence naturelle et libre du com- « merce, seront punis d'un emprisonnement d'un mois au « moins, d'un an au plus et d'une amende de cinq cents « francs à dix mille francs. Les coupables pourront de « plus être mis par l'arrêt ou le jugement, sous la surveil- « lance de la haute police, pendant deux ans au moins et « cinq ans au plus. »

Hé bien ! cette disposition législative, loin de réhabiliter de temps à autre la spéculation lui cause un tort immense : les agioteurs sachant en effet ne pas se faire connaître, l'art. 419 trouve rarement son application : dès lors, voilà une fois de plus la spéculation confondue avec l'agiotage, et, dans le cas présent, il serait fort difficile qu'il en fût autrement, car si on peut toujours voir la spéculation qui opère en pleine lumière, en revanche, on ne voit jamais l'agiotage qui se dissimule habilement derrière elle et, bien entendu, à son insu.

Somme toute, l'agiotage empêche la spéculation d'occuper dans l'estime publique la place qui lui revient de droit : victime, on la raille ; bienfaitrice, on la méconnaît ; absente, on la honnit. Il importait donc beaucoup de mettre en pa-

rallèle la spéculation et l'agiotage pour mieux faire ressortir leur dissemblance ; dans la crainte d'avoir manqué ce but, nous voulons, avant de finir, tenter un suprême effort ; que cette louable intention nous fasse pardonner si nous outrons la note en affirmant qu'entre un spéculateur et un agioteur il y a autant de différences qu'entre un chercheur d'or et un faux monnayeur.

Nous n'avions pas plus tôt défini la spéculation qu'on nous voyait immédiatement ajouter : *la concurrence tendra à réduire le gain du spéculateur*, c'est qu'en effet la spéculation, comme tout commerce, doit vivre de la liberté, et même *plus que tout autre commerce*, car du jour où la législation d'un pays accorderait un monopole à tel spéculateur, ce pays courrait un grand danger ; ce privilège, nous le concédons, irait chercher un homme qui le méritât à tous égards ; mais quelles que fussent son intelligence et sa pratique, il pourrait faillir ; telle circonstance, par exemple, qu'il n'aurait pas vue fausserait son induction, et comme on aurait appliqué cette dernière à la vie économique d'un pays, ce pays souffrirait d'une erreur qui, dans un régime de libre concurrence, se fût trouvée corrigée par d'autres inductions. En supposant même justes les calculs de notre spéculateur, il serait préjudiciable que le monopole leur assurât une rémunération exagérée.

Un monopole de fait serait encore pire qu'un monopole de droit ; le monopoleur, maître du marché, le serait aussi des conditions à imposer car il n'aurait pas alors de cahier de charges qui vînt limiter ses exigences. Ce monopole de fait existe parfois : il s'appelle l'*accaparement*.

L'accaparement est un agiotage assez net dans le dessin, ce qui permet de le distinguer facilement de la spéculation.

Nous comparerions volontiers l'accapareur à l'homme vigoureux qui abuserait de sa force musculaire pour tourmenter de moins robustes : l'accapareur est très souvent en effet un spéculateur au regard sûr, aux reins solides qui emploie ses avantages à rançonner la consommation.

Cette forme brutale de l'accaparement se montra pour la première fois en France lors de la chute du *Système*. A cette époque régnait une misère d'autant plus effroyable qu'elle avait succédé à une période de prospérité inouïe ; d'après les mémoires du temps, les pauvres mouraient de faim, les bourgeois mendiaient, les nobles étaient dans l'indigence ; en un mot, tout le monde souffrait, et ce dénouement général était en grande partie l'œuvre d'accapareurs. Comme la monnaie perdait toute sa valeur, certains individus se refusaient à vendre les marchandises qu'ils avaient amassées en quantités considérables ; beaucoup avaient ainsi employé des richesses données par l'agiotage à des achats de tous genres soldés en billets ; puis, ils attendaient un moment propice pour rejeter dans la circulation ces denrées accumulées. Il n'était personne qui ne parlât alors d'accaparement ; le mot était partout, mais la chose se dérobait quand, soudainement, le 13 février 1721, la communauté des épiciers découvrit, au grand couvent des Augustins, d'immenses réserves d'épiceries, de cuivre, de plomb, d'étain et de charbon ; cette découverte ne tarda pas à en amener une autre : des stocks très importants furent saisis quelques jours après au couvent des Cordeliers ; ces dépôts, qui appartenaient au duc de la Force, furent partagés entre les dénonciateurs et les hôpitaux ; cette exécution ne calma pas l'opinion publique et quand vint la Révolution on réclama des pénalités rigoureuses contre les accapareurs.

L'article 419 du Code pénal arriva donner satisfaction à cette demande.

Dorénavant l'emprisonnement, l'amende et, le cas échéant, la mise sous la surveillance de la haute police puniront, aux termes de cet article, « tous ceux qui, par
« des faits faux ou calomnieux semés à dessein dans le
« public, par des suroffres faites au prix que demandaient
« les vendeurs eux-mêmes, par réunion ou coalition entre
« les principaux détenteurs d'une même marchandise ou
« denrée, tendant à ne pas la vendre ou à ne la vendre
« qu'à un certain prix, ou qui, par des voies ou des moyens
« frauduleux quelconques, auront opéré la hausse ou la
« baisse du prix des denrées ou marchandises ou des
« papiers et effets publics au-dessus ou au-dessous des
« prix qu'aurait déterminés la concurrence naturelle et
« libre du commerce. »

Nous reconnaissons de suite dans l'accaparement une espèce particulière d'agiotage; cette remarque devra nous empêcher de prendre pour un accaparement ce qui n'en est pas un. Si nous achetons toute la récolte d'un département, soit avec nos propres ressources, soit à l'aide d'une société, et que nous refusions ensuite de la vendre au-dessous d'un certain chiffre, ce sera un accaparement, car les mots de la langue s'imposent à nous, mais un accaparement qui n'aura rien d'immoral et auquel, par conséquent, ne s'appliquera pas l'article 419 du Code pénal. Où se voit-il dans notre opération un agiotage quelconque? Nous avons répété Thalès de Milet. Cet astronome avait lu dans le ciel que les olives abonderaient; il loua tous les pressoirs du pays et on dut bien passer par ses conditions quand on voulut convertir en huiles les olives; on ne songea jamais à lui reprocher cet acte de véritable spéculation.

Définissons donc à la lumière de l'article 419 l'accaparement délictueux. Nous voyons cet article énumérer quatre sortes différentes d'accaparements : l'accaparement par bruits faussement répandus, l'accaparement par sur-offres, l'accaparement par réunion ou coalition entre les détenteurs d'une marchandise, enfin l'accaparement obtenu par moyens frauduleux. Trois de ces sortes d'accaparement n'offrent aucune difficulté : il suffit de les nommer pour qu'on se les représente clairement : ainsi, par exemple, nous avons annoncé dans plusieurs départements que les récoltes précédentes assuraient, cette année et l'année suivante, la consommation du pays ; en réalité, la consommation devra faire appel à l'importation si elle ne veut pas se restreindre ; notre fausse nouvelle décide les producteurs à rabattre de leurs prétentions, nous achetons leurs stocks, mais comme quelques-uns les ont déjà promis, nous leur offrons un prix supérieur à celui qu'ils avaient fixé à leurs futurs acheteurs, enfin plusieurs d'entre eux se refusant à nous vendre, nous les y décidons en les menaçant de jeter sur leurs marchés locaux une telle quantité de blé que la baisse s'ensuivra. Donc, dans notre campagne d'accaparement, nous avons eu successivement recours à trois des procédés délictueux énumérés dans la loi. Reste l'accaparement par réunion ou coalition qui, pour deux motifs, réclament de plus amples explications ; c'est d'abord le seul à peu près possible aujourd'hui dans les conditions actuelles du commerce, en second lieu son caractère fuyant appelle une accentuation dans les contours.

L'étendue des marchés modernes a amené la disparition de l'accapareur isolé ; l'accaparement exigera la coalition, et cette coalition ne tombera sous le coup de la loi qu'autant qu'elle réunira certains caractères.

Nous remarquons d'abord ce mot « *coalition* » qu'il faut bien se garder de confondre avec cet autre mot « *association* ». L'association est la vie du commerce que l'on verrait s'éteindre sans cette liberté. Aussi la Cour de Cassation n'a-t-elle pas voulu, le 26 janvier 1838, appliquer l'article 419 du Code pénal à une société anonyme formée entre spéculateurs ; en effet dans ce cas il n'y a plus qu'une personne unique. Mais la coalition diffère complètement de l'association. Parce que deux, trois, dix, cent négociants font le même commerce, il ne s'ensuit pas qu'ils soient associés ; leur lien n'est pas basé sur une identité d'opérations communes.

Si, dans cette espèce, l'un d'eux dit à l'autre : « nous vendrons tel prix », il y aura entrave à la liberté du commerce ; le consommateur, allant de l'un à l'autre, trouvera même réponse et devra céder aux exigences de la coalition, car dans cette entente nous avons effectivement une coalition c'est-à-dire *une réunion d'intérêts distincts*. L'association c'est l'inverse, tout y est commun, capitaux, bénéfices, pertes ; il ne peut s'y trouver d'opérations distinctes, la fusion est complète. Dans la coalition chacun travaille pour soi contre un autre : les bénéfices sont individuels, le but seul est commun. Un coalisé pourra perdre et un autre gagner considérablement ; un associé subira toujours le sort de son co-associé.

La loi demande encore que la coalition ait lieu entre les principaux détenteurs de la marchandise. Tous les négociants en vins du Bordelais se réunissent pour accaparer la production de cette région et quand ils en sont détenteurs, maîtres absolus des cours, ils se refusent à vendre au-dessous d'un certain chiffre ; nous aurons là une coalition : le commerce ne pourra se fournir ailleurs ; mais si

X..., Y... et Z..., tous trois simples particuliers, s'entendent pour acheter la récolte bordelaise, il n'y a plus coalition. En effet, le marché était ouvert, pouvait acheter qui voulait : bien entendu X..., Y... et Z..., seront des accapareurs s'ils ont usé de fausses nouvelles, de suroffres ou de moyens frauduleux, mais, dans ces cas, nous nous trouverons en présence de l'un des trois autres modes d'accaparement, nous n'aurons pas l'accaparement par coalition.

Il faut donc pour qu'il y ait coalition au sens pénal du mot : 1° que la coalition ait lieu entre les principaux détenteurs d'une même marchandise ; 2° qu'elle ait pour objet de ne vendre qu'à un certain prix ou de ne pas vendre du tout.

Ajoutons, comme troisième condition nécessaire, que la coalition doit avoir opéré la hausse ou la baisse, car la simple tentative ne constitue pas un délit. Nous avons ainsi achevé la description de l'accaparement par coalition.

Nous définirons à présent l'accaparement *un agiotage qui consiste à se saisir de toute l'offre d'une marchandise, pour, après, en tenir la demande à sa merci.*

L'accaparement étant un agiotage, la spéculation ne le connaît pas.

Après avoir établi que la spéculation était un acte de prévoyance, nous en avons profité pour affirmer des plus légitimes le gain du spéculateur. Puis, mettant en lumière cet heureux effet de la spéculation de prévenir l'avisement des prix ou leur hausse excessive, nous concluons que le spéculateur méritait bien et des producteurs et des consommateurs.

Quand on connaît ce beau rôle de la spéculation, il ne subsiste plus rien de ces accusations lancées à la légère qui

la représentent comme un jeu, car, pour peu qu'on y réfléchisse, le jeu est tout différent : il ne crée aucune utilité, il se borne à un déplacement de richesse ; le bénéfice de l'un y provient de la perte des autres : comme tel le jeu est souverainement immoral, il incite à demander au hasard ce que seul doit donner le travail. Bref, au contraire de la spéculation, le jeu ne concourt pas plus au progrès social que n'aident à la marche du navire les mouvements de ses passagers.

Ce procès de la spéculation a été laborieusement instruit ; nous eussions préféré une marche plus alerte, mais il nous était impossible de ne pas dire comment telles pièces du dossier s'y trouvaient par mégarde, car, seule, cette critique des pièces produites pouvait nous permettre un jugement motivé. Concluons donc. Puisque la spéculation n'est ni le jeu, ni l'agiotage, ni l'accaparement, il n'y a pas lieu dès lors de la tenir en suspicion ; sa vie est droite, son action éclairée, son œuvre bienfaisante ; elle mérite les éloges de Proudhon : « véritable génie de la découverte, elle invente, elle innove, elle pourvoit, elle résout ».

On va répétant partout qu'elle a besoin pour vivre du marché à terme, contrôlons cette assertion : si elle est juste, le marché à terme doit avoir sa place garantie dans toute nation aux mœurs économiques saines.

CHAPITRE II

Les marchés à terme et la spéculation

Quand fut passée l'émotion incroyable que la chute du *Système* avait produite en France, on laissa dormir cet arrêt du 24 septembre 1724 qui avait prohibé tous les marchés à terme; ceux-ci furent tolérés sous le manteau, puis vinrent les arrêts de 1785 et 1786 qui se montrèrent plus accommodants : ils défendirent simplement les ventes à terme faites à découvert. En continuant notre incursion dans le domaine législatif, nous verrions subsister jusqu'en 1885 cette méfiance à l'endroit des ventes à découvert. Il est donc naturel de rechercher le *pourquoi* de cette méfiance : peut-être y trouverons-nous une raison pour condamner à notre tour ce marché. — Le vendeur à terme, raisonnait-on, est un spéculateur à la baisse : il nuit ainsi au crédit public ; or, en autorisant la vente à découvert, on vient rendre sans limite un pouvoir déjà très dangereux, même restreint aux facultés actuelles du vendeur. L'objection et la réponse sont clairement exposées dans ces paroles du comte Mollien au premier Consul : « Sans doute celui qui est à la baisse peut
« être soupçonné d'augurer mal d'une mesure administra-
« tive ou d'un événement politique ; mais l'influence réelle
« que cet événement ou cette mesure aura sur le crédit
« public n'en reste pas moins indépendante de son calcul ;
« s'il s'est trompé il est puni par une forte amende, car au
« moment de la livraison il achètera peut-être au-dessus de

« son cours ; et si (ce qui n'est pas impossible) il lui arrivait
« de deviner juste, de devancer l'opinion publique, cette
« espèce de conseiller indirect pourrait bien en valoir un
« autre pour le Gouvernement lui-même ». Voilà qui est
clair ; le vendeur à découvert n'est pas plus responsable de
la baisse du crédit public que, par exemple, ne l'ont été du
siège les Parisiens qui, dès Sedan, firent sortir de la capi-
tale leurs femmes et leurs enfants. Il serait aussi illogique
de supprimer la vente à découvert que de tuer l'hirondelle
qui rase le sol : le paysan, quand il la voit descendre,
sait l'orage proche et prend à la hâte toutes mesures ur-
gentes.

Montrons en outre l'essor que peut parfois donner à la
spéculation la vente à découvert :

X... trouve élevés les cours des cafés, il cherche le moyen
qui pourrait rendre cette denrée accessible à tous ; il donne
à cet examen tout son temps, tous ses soins, il s'entoure
de tous documents utiles ; il demande aux statistiques le
rendement annuel du café, il étudie dans les livres spéciaux
les climats propres à sa culture, les soins qu'il exige ; ce
travail consciencieux le convainc que les récentes planta-
tions de café faites en Nouvelle-Calédonie réussiront à
merveille. Cela ne lui suffit pas, il veut encore se rendre
compte *de visu* de leur état : à cet effet, sans reculer
devant un long et coûteux voyage, il va sur place ; cette
inspection lui permet d'augurer heureusement de la récolte
prochaine. Il revient et vend mille balles de café livrables
dans six mois. Ses prévisions ont été justes : la baisse est
arrivée et il réalise de grands bénéfices. Croit-on, par
hasard, qu'il se fût donné tant de peine s'il n'avait pas dû
en retirer profit ? Il a fait là une spéculation bienfaisante
pour tous : la consommation s'est accrue et de nouveaux

débouchés ont été ainsi ouverts aux cafés. Cependant il ne possédait pas la dixième partie de la somme que représentait son opération ; mais, par la vente à découvert, il a pu spéculer à l'égal des gros capitalistes. Le marché à terme égalitaire ! voilà certes une face sous laquelle ne l'examinent pas ceux-là qui en réclament la suppression au nom des principes socialistes.

La vente à découvert permet enfin de lutter contre les accaparements.

Une coalition s'est formée qui achète à tous prix les sucres : les cours montent rapidement ; mais arrivent alors des spéculateurs dont les offres incessantes arrêtent la hausse ; ils promettent, pour dans 3, 4, 5 et 6 mois, des quantités considérables de sucre ; ce terme les laissera se retourner. Coûte que coûte il leur faut du sucre ; ils dépêchent dans le monde entier leurs courtiers ; ceux-ci ramassent le disponible de tous les marchés et achètent les récoltes futures. Cependant la coalition demande toujours. On veut la vaincre et on offre sans cesse. Qui l'emportera ? Tout à coup une dépêche arrive ; elle annonce que des stocks considérables ont été trouvés en Russie ; alors le découvert prend l'offensive, il offre à jet continu ; la coalition essaie de lutter, elle achète encore, mais devant la marée montante elle est contrainte de reculer, elle abandonne la place en y laissant des millions. Ceci n'est pas une fiction ; le fait s'est passé il y a quelques années ; nous pourrions nommer l'accapareur, le vendeur et les courtiers.

C'en est assez dit, nous pensons, pour réhabiliter la vente à découvert, Désormais nous ne la séparerons plus des ventes à couvert ni des achats à terme ; nous les comprendrons tous sous ce nom générique de marchés à terme.

Sans les marchés à terme, la spéculation n'arriverait pas

à classer les valeurs mobilières, non plus qu'à assurer aux peuples des approvisionnements réguliers.

Toujours désireux de venger la spéculation du mépris où quelques-uns la tiennent, nous choisirons le plus possible nos exemples dans les époques malheureuses de la France; nous pourrons alors montrer que la spéculation, elle aussi, connaît le patriotisme et qu'il est donc faux de dire qu'elle doit être *internationaliste* si elle ne veut pas ne pas être.

Examinons la manière dont se sont classés les emprunts émis par le Gouvernement Français après la guerre de 1870.

Les proportions colossales de cette opération de classement doivent être remarquées tout d'abord : les deux émissions s'élevèrent ensemble au chiffre fantastique de cinq milliards et demi ! Cette somme, bien qu'exigible par fractions mensuelles, dépassait de beaucoup les épargnes qui pouvaient répondre à une telle demande. Aussi ces deux emprunts ne furent-ils couverts qu'avec le concours des grandes maisons de banque qui consacrèrent à la souscription toutes leurs disponibilités. Malgré cela la question n'était résolue que pour un temps. En effet, et afin de répondre aux appels des premiers versements, les banques s'étaient démunies de presque tous leurs capitaux : or comme la plupart d'entre eux représentaient des dépôts en comptes-courants, elles étaient exposées chaque jour à de nombreuses demandes de retrait.

Il leur était donc impossible de faire les versements ultérieurs ; aussi vendirent-elles une grande partie de leurs souscriptions. En présence de ces réalisations forcées et de l'insuffisance manifeste de l'épargne il fallait qu'il se présentât de nouveaux acheteurs temporaires.

Personne évidemment n'aurait pu assumer une tâche que trouvaient déjà trop lourde les plus considérables d'entre les puissances financières. Accourut alors la spéculation qui se chargea de ces valeurs flottantes ; en prenant ainsi tous les titres offerts elle enraya une baisse imminente. Mais à son tour, elle dut être aidée ; elle fit appel aux capitaux pour se faire reporter : ceux-ci ne lui manquèrent pas. Dans ces conditions les spéculateurs purent garder longtemps leurs titres en report. L'épargne, se ressaisissant enfin, absorba par ses demandes quotidiennes tous les titres flottants. Grâce à son heureuse intervention, la spéculation avait avancé l'heure de la libération du territoire ! Néanmoins elle ne pensa pas que là devait s'arrêter sa tâche patriotique.

Une *bande noire*, composée en grande partie d'étrangers, spéculait à la baisse sur le nouveau 5 0/0 ; elle prévoyait une guerre, disons mieux, elle la souhaitait ; pendant de longs mois elle *reporta* une énorme position à la baisse. Les spéculateurs français opposèrent une énergique résistance et, par leurs efforts répétés, conduisirent rapidement le 5 0/0 au-delà du pair.

En 1875, cette *bande noire* était en pleine déroute ; un de ses affiliés perdait, à lui seul, 25 millions ! (1).

Ce qui est vrai de cet emprunt gigantesque l'est encore des autres émissions, car le marché à terme fut toujours le moyen qui servit à faire le classement des émissions, grandes et petites.

Montrons à présent les marchés à terme arrêtant « *un déclassement* ».

(1) C'est aussi à la spéculation française qu'on doit en partie l'alliance franco-russe : à un moment donné, on vit en effet nos spéculateurs faire la contre-partie des marchés de Berlin et de Vienne ; ils achetaient du *Russe* et vendaient de l'*Italien*.

On veut perdre une Société. Pour ce faire, on jette sur le marché une énorme quantité de ses actions : il en résultera fatalement une soudaine dépréciation qui préjudiciera non seulement aux porteurs des titres, mais aussi, et surtout, à l'avenir de la Société elle-même. Sans motif sérieux, la panique va s'emparer du public et causer des ruines irréparables. Mais arrive le spéculateur qui achète à terme tous les titres offerts pour les revendre quand la hausse se produira.

A l'inverse, les marchés à terme empêcheront la *boursoufflure* des titres : les demandes dépassent les offres, une hausse subite se produit qui, plus tard, pourra infliger une grande perte aux acquéreurs actuels ; le spéculateur vend à terme et de cette façon jette sur le marché les valeurs qui manquent : la hausse s'arrête et bientôt les cours reviennent à un taux normal.

Ces quelques exemples rendent tangibles les usages multiples auxquels la spéculation peut faire servir les marchés à terme sur valeurs mobilières : elle ne saurait rencontrer de mécanismes plus souples, car se prêtant à toutes ses combinaisons, ils sont ses auxiliaires les plus empressés.

En présence de leurs services on comprend qu'il se soit créé des institutions pour en faciliter le règlement : nous avons à parler ici des reports et des liquidations centrales faites par les chambres syndicales d'agents de change.

Les reports ont un caractère démocratique : ils ouvrent la spéculation à tous ceux qui en sont capables. Du jour où l'on a pu faire prendre livraison par un tiers de valeurs achetées à crédit, tout le monde s'est trouvé à même de spéculer. Les reports ont ainsi donné un nouvel essor à la spéculation. En sus, il y a nombre de gens qui ne consentiraient pas à s'exposer à toutes les éventualités du hasard ;

mais comme avec les reports, les spéculateurs, trompés dans leurs prévisions, peuvent proroger leurs opérations, ceux-ci, certains de toujours trouver des titres ou de l'argent, ne craignent plus d'apporter à la masse le concours de leurs travaux et de leur expérience.

Bien plus, les reports font participer aux bénéfices de la spéculation beaucoup de personnes qui ne veulent pas en courir les aléas : par exemple, la majeure partie des fonds déposés en comptes-courants dans les banques sont employés en reports et deviennent par là productifs d'intérêts; ainsi donc, grâce aux reports, l'argent n'est jamais inactif. Exposons à présent leur rôle utile lors du paiement à la Prusse des cinq milliards.

Les versements ne pouvaient pas avoir lieu en compte-courant : les traités stipulaient qu'ils devaient être annoncés à l'avance et ne pas être inférieurs à 100 millions.

Cependant le Trésor français avait en portefeuille des effets venant chaque jour à échéance : il ne pouvait les remettre à l'Allemagne que quand arrivait un terme de paiement.

On organisa à l'étranger (c'est-à-dire dans les pays où ces effets étaient payables) un système d'encaissement et un système de dépôts des fonds encaissés. Sur toutes les places de l'Europe se trouvaient des correspondants du Trésor : ils touchaient les effets et en gardaient le montant dont ils servaient l'intérêt au gouvernement français jusqu'au jour du retirement.

Cette combinaison, commandée par les circonstances, a fait que les énormes capitaux destinés à payer l'indemnité *sont restés dans le mouvement des affaires jusqu'à la dernière heure* (1). Toutes les sommes amassées par le Tré-

(1) Léon Say. Rapport fait aux Chambres sur le paiement de l'indemnité de guerre (J. O. 1875).

sor continuaient à être employées dans les opérations financières du public jusqu'au jour de leur remise à l'Allemagne.

Or, sans les reports, comment ces sommes eussent-elles pu produire un intérêt? Nous savons bien qu'une notable partie d'entre elles a servi à faire l'escompte, surtout en Angleterre.

Mais la majorité s'est trouvée employée en rapports dans toutes les Bourses, sans excepter celle de Paris, car nombre des correspondants du Trésor à l'étranger étaient des banques associées ou succursales de maisons parisiennes, et l'on peut présumer ainsi que les fonds, par eux encaissés, sont rentrés momentanément en France pour servir à des reports sur le marché de Paris, sauf à retourner à l'étranger afin de répondre aux appels des agents français.

Les reports rendent donc plus active la spéculation en multipliant les marchés à terme : seulement, le grand nombre de ces derniers amène des *liquidations considérables* : leur règlement pourrait en souffrir si la pratique n'avait recours à la compensation ; nous allons esquisser rapidement ce qui se passe à Paris lors des échéances.

La liquidation centrale de la Chambre syndicale des Agents de Change de Paris est encore régie par l'ancien règlement général de la Compagnie.

Il arrive fréquemment que les divers clients d'un agent de change ont, pendant le mois, successivement vendu et acheté une même valeur. S'ils doivent livrer les titres vendus et en toucher les prix, ils sont obligés de payer les prix de leurs achats et de recevoir les titres ; il y a lieu, dès lors, à une compensation entre l'agent de change et son client, car les bordereaux ne mentionnent pas les noms des confrères. Aucune difficulté pour la compensation des

titres, mais il en est différemment pour la liquidation des sommes ; les ventes et les achats n'ont jamais lieu au même cours ; aussi, a-t-on imaginé de les ramener tous à un cours uniforme, dit : *Cours de compensation* (1).

Si le client a acheté ou vendu à un cours inférieur ou supérieur, il en résulte des différences dont il sera crédité ou débité et qui se règlent entre lui et son agent de change.

Le client peut aussi avoir fait ses opérations chez divers agents de change. Pour éviter une livraison chez l'un, un paiement chez l'autre, et *vice versa*, il réclamera que l'échange des titres et des sommes se fasse entre les agents de change. Cela lui permettra de ne régler que des différences avec chacun de ses intermédiaires.

A leur tour, les agents de change règlent leurs opérations au moyen de la *liquidation centrale* dont les bases sont déterminées par l'art. 68 du décret du 7 octobre 1890 :

« Toutes les opérations entre agents de change sont sou-
« mises à une liquidation centrale effectuée par les soins
« de la Chambre syndicale. Par l'effet de cette liquidation,
« toutes les opérations entre agents de change sont com-
« pensées, de façon à faire ressortir le solde en deniers
« ou en titres à la charge ou au profit de chacun d'eux ;
« les différents soldes débiteurs ou créditeurs sont réglés
« par l'intermédiaire de la Chambre syndicale. »

L'organisation de la liquidation centrale permet de liquider chaque mois des masses considérables d'affaires au

(1) Les compensations sont établies d'après un cours uniforme déterminé par le syndic ou un adjoint de service, d'après les cours cotés le premier jour de la liquidation des différentes valeurs. — Le cours ainsi fixé est également celui sur lequel s'effectuent les reports. Il est immédiatement affiché à la Bourse (art. 67 du décret du 7 octobre 1890).

moyen d'un mouvement de titres et de sommes relativement minime.

En matière de marchandises, les bienfaits des marchés à terme et des reports sont identiques : peut-être cependant les avantages de ces opérations y sont-ils encore plus appréciables, en raison même de la nécessité des objets sur lesquels elles portent. Nous nous bornerons ici à faire ressortir leur utilité pour l'approvisionnement régulier des marchés, et à montrer jusqu'à quel point les facilite l'institution des caisses de liquidation.

L'industrie moderne ne saurait vivre sans les marchés à terme : elle doit pouvoir compter pour ses matières premières sur des livraisons déterminées et quant à leur date et quant à leur prix : ces données seules lui permettront de fixer ses prix de revient. Les chemins de fer, les usines, les ministères, toutes les grandes administrations en un mot, s'approvisionnent par des marchés de ce genre et il leur serait difficile d'agir autrement. Car sur quelles bases une Compagnie de chemins de fer, par exemple, établirait-elle ses tarifs ? Il lui faut bien connaître ses dépenses pour obtenir un chiffre de recettes correspondant.

Ces marchés évitent en outre des pertes d'intérêts et des frais de magasinage aux commerçants et aux soumissionnaires ; ceux-ci en effet achèteront à terme des producteurs et ne prendront livraison qu'au fur et à mesure qu'ils pourront transformer ou livrer ces produits. A leur tour, les producteurs trouvent dans ces marchés un débouché constant à leurs produits : à toute époque ils pourront les vendre. De cette manière, ils n'arrêteront jamais leurs travaux, comme souvent ils le faisaient autrefois ; toujours le spéculateur prendra leurs produits qu'il revendra à terme ; le trop-plein d'une année corrigera le déficit d'une autre.

Les peuples ne vivront plus dès lors au jour le jour ; ils auront en vue l'avenir dont ils viendront augmenter sans cesse le fonds de réserve ; enrichi par suite de ces alluvions successives, le patrimoine social non seulement sera en état de faire face aux catastrophes imprévues (épidémies, guerres, cyclones), mais il procurera aussi aux nations une vie plus large, plus riante. C'en est assez pour expliquer les garanties et les facilités dont sont entourés les marchés à termes sur marchandises.

Les *caisses de liquidation* permettent aux spéculateurs d'opérer avec sécurité et de pratiquer aisément les reports. Voici comment ces caisses assurent aux commerçants la bonne exécution des opérations à terme.

Tout spéculateur doit préalablement y verser un dépôt qu'il complétera par des suppléments ou *marges*. Ces marges se trouvent être pour chaque catégorie de spéculateurs l'écho fidèle des variations des cours ; la baisse appellera le supplément de l'acheteur, la marge du vendeur au contraire répondra à la hausse. La caisse ouvre un compte à ses déposants qu'elle crédite des intérêts de leurs dépôts et de leurs marges. En définitive elle devient un *tiers* avec lequel contracteront acheteurs et vendeurs : Quand l'homme est sûr d'obtenir le résultat de celles-là de ses prévisions que viendra réaliser l'avenir, il augmente sa mise, autrement dit il fait une plus large application de ses calculs : d'où les caisses de liquidation multiplient par la sécurité qu'elles leur donnent les marchés à terme sur marchandises ; elles produisent encore un triage en écartant les joueurs des opérations à terme. Elles empêcheront enfin l'accaparement : car par l'enregistrement des affaires elle les donne à connaître à tous ; or cette publicité laisse libre dans le jeu des accapareurs.

Mais ces excellents effets d'une caisse de liquidation ne sont amenés que par une gestion régulière et honnête, car si ses administrateurs s'en servent pour écraser des adversaires dont ils savent exactement la position, nous avons là un nouveau genre d'agiotage (1).

Nous devons rappeler ici que les marchés à terme sur marchandises ne comportent pas, comme ceux sur valeurs mobilières, la faculté d'escompte.

L'escompte jouait un rôle utile avant la loi du 28 mars 1885 : il protégeait les marchés à terme sur valeurs mobilières contre les rigueurs de la législation. Que l'on se souvienne en effet du discrédit autrefois jeté sur le vendeur à terme et l'on se rendra ainsi compte de la nécessité d'une clause que vinrent souligner les parères de 1824 et de 1842. Puisque, y disait-on en substance, dans les formules d'engagement, le vendeur, après la promesse de livrer au terme indiqué, ajoute immédiatement : « *ou plus tôt à volonté* » il résulte que pour toute opération de bourse l'acheteur seul a terme : dès lors que va-t-on parler de vendeur non couvert, quand celui-ci peut se livrer à première réquisition ? Comment l'escompte a-t-il survécu à sa cause ? On se l'explique difficilement. Toujours est-il que la loi du 28 mars 1885 ayant soustrait le vendeur aux attaques dont il était l'objet, ce sauf-conduit aurait dû disparaître ; il avait d'autant moins sa raison d'être qu'il constituait un danger, car souvent on voyait l'escompte *étrangler* le vendeur à découvert. Si l'acheteur exige une livraison

(1). Nous devons à l'obligeance de M. Louis Cordonnier, grand industriel de la région du Nord, d'avoir pu étudier le mécanisme de la caisse de liquidation de Roubaix-Tourcoing. Nous nous sommes rendu compte ainsi de l'utilité de ces caisses que l'on dit souvent n'être profitables qu'à leurs actionnaires seuls.

anticipée c'est ordinairement (1) dans le but de contraindre le vendeur à se racheter à tout prix : il lui fera offrir alors par un prête-nom les titres qu'il réclame et de cette façon il les recouvrera après en avoir obtenu un prix supérieur à celui de son propre achat. Mais où l'escompte devient le plus abusif, c'est au cas de report : ainsi, voilà un vendeur qui *reporte* et le lendemain, par exemple, son acheteur pourra l'escompter ! Vainement, dans l'espèce, a-t-on essayé de soutenir que le droit d'escompte n'existait pas, la jurisprudence, rejetant cette distinction, l'admet toujours (D. 1868. 2, 1). On pouvait espérer que le décret du 7 octobre 1890 répudierait l'escompte : il lui a donné au contraire une nouvelle vigueur. On lit, en effet, dans son art. 63 : « L'acheteur a toujours la faculté de se faire livrer « par anticipation, au moyen de l'escompte, les valeurs « négociées, soit qu'il ait traité ferme, soit qu'il ait traité « à prime... Dans aucun cas, celui qui a bénéficié d'un « avantage quelconque pour effectuer une livraison « en report ne peut user de la faculté d'escompte ». Il est encore heureux de voir privé de ce droit l'acheteur qui a bénéficié d'un *déport*, car sans cela on verrait se produire des espèces vraiment étranges ! Ainsi, par exemple, des acheteurs laisseraient croire jusqu'au dernier moment qu'ils lèvent ; les vendeurs à découvert se hâteraient alors d'offrir à reporter : d'où un déport, et, le lendemain les acheteurs qui en auraient profité, accourraient escompter leurs vendeurs ! Autre exemple : le matin

(1) L'escompte se fera quelquefois pour d'autres raisons : l'escompteur voudra assister à une assemblée générale des actionnaires, ou encore, il désirera participer à une souscription réservée aux porteurs d'actions anciennes. On pourrait, par une stipulation expresse, réserver ces deux cas, sans qu'il fût nécessaire de conserver, en vue d'eux, une institution surannée.

d'une liquidation de gros acheteurs ont demandé à leurs banquiers de les reporter, par suite, les vendeurs ne trouvant plus sur le marché de contre-partie, offrent de reporter avec du déport; en présence de cette situation, nos banquiers reporteurs se font reporter à leur tour, puis, non contents de ce double bénéfice, ils en réaliseraient un troisième en escomptant leurs vendeurs!

Le droit d'escompte est tellement exorbitant que les agents de change eux-mêmes s'y trouvent on ne peut plus réfractaires. Malheureusement, en matière de valeurs mobilières, ce n'est pas le seul cas où l'acheteur à terme se trouve plus favorisé que le vendeur; nous avons dit, en effet, que les usages ne permettent guère au vendeur de titres de limiter sa perte par le paiement d'une prime. Il la fallait bien grande cette méfiance qu'inspirait le vendeur à terme pour ainsi survivre à un passé irrémédiablement éteint! Comment se peut-il qu'on ne voie pas l'inconséquence qu'il y a à refuser au vendeur le bénéfice de l'assurance? Espérons néanmoins qu'un jour viendra où triompheront sur ce point les saines doctrines économiques!

Devons-nous maintenant aborder notre étude de droit comparé, ou nous reste-t-il encore à examiner l'utilité que peut, pour la spéculation, présenter le marché à prime? Nous pensons qu'en l'état cette dernière démonstration n'est plus à faire, car si on se rappelle les deux points suivants : premièrement, que le marché à prime renferme un contrat d'assurance; deuxièmement, que la spéculation est très aléatoire, on aura immédiatement la solution cherchée et l'on dira : l'homme craint d'autant moins de spéculer qu'il se sait à l'abri des pertes que pourraient lui infliger ses calculs. Le marché à prime développe donc la spéculation.

TROISIÈME PARTIE

LES MARCHÉS A TERME

DANS QUELQUES LÉGISLATIONS ÉTRANGÈRES

Notre présente étude comprendra deux chapitres d'une importance très inégale : le premier se réduira à une simple nomenclature ; il aura trait aux législations qui, en la matière, admettent les mêmes principes que le droit français. Le second chapitre, réservé à l'examen des législations différentes de la nôtre, se divisera en deux sections : dans l'une nous passerons en revue les législations nettement favorables aux marchés à terme ; dans l'autre, au contraire nous examinerons celles-là d'entre elles qui sont hostiles à ces marchés.

CHAPITRE PREMIER

LÉGISLATIONS ANALOGUES A LA NOTRE

Angleterre. — On peut opposer l'exception de jeu pour tout marché devant se résoudre par le paiement des différences. En réalité, les tribunaux la rejettent pour les marchés conclus suivant les usages du Stock-Exchange (année 1845).

Il vient de se passer tout dernièrement dans ce pays un fait qui prouve une fois de plus la nécessité des marchés à terme.

A Londres, il n'existe pas sur les céréales de véritables marchés à terme. Sans doute en négociant les chargements de blé, les spéculateurs de Londres traitent forcément à terme, puisque les cargaisons mettront plusieurs semaines avant d'arriver, et qu'elles pourront être vendues plusieurs fois durant ce laps de temps ; mais ces opérations n'ont pas de cote officielle et, par suite, ne sont pas publiques. A Liverpool, il en est différemment, car on rencontre dans cette ville les marchés à terme sur céréales. Or, nous voyons aujourd'hui les commerçants de Londres réclamer le même traitement. Nous tenons à reproduire leur argumentation : elle est exposée dans l'*Evening Corn Trade List*, de la façon suivante :

« Quoi qu'on puisse dire des marchés à terme, ce sont eux qui tiennent la tête en Amérique et ce sont eux qui ont donné à Liverpool l'importance commerciale que possède cette place. On ne peut nier qu'un grand nombre d'affaires qui devraient se traiter à Londres, considéré en tant que centre de commerce, ne prennent le chemin de Liverpool ou de New-York à

cause des commodités que présentent les opérations à terme qui se pratiquent dans ces deux ports. C'est pourquoi nous ne pouvons qu'encourager les efforts de la chambre de compensation des marchandises à Londres, qui se propose de créer sur notre place un marché à terme.

« Il est certain que le besoin de ce marché se fait sentir, et s'il n'était pas créé actuellement, il le serait plus tard, alors qu'il serait peut-être plus difficile de le constituer que maintenant. Avec son marché à terme, Londres ne sera pas aussi soumis aux mouvements de celui de Liverpool, et ne sera pas, en quelque sorte, sous le contrôle immédiat des négociants de New-York ou de Chicago. Tant que le commerce existera, il y aura toujours des haussiers et des baissiers, et, en fin de compte, il vaut mieux qu'ils opèrent à Londres que de dépendre servilement de New-York, Chicago et Liverpool » (1).

Ces paroles démontrent que les Anglais ne sont pas encore disposés à suivre l'exemple de l'Allemagne. La suppression des marchés à terme sur céréales *ne leur dit rien qui vaille*.

Autriche-Hongrie. — Les principes sont absolument ceux du droit français (année 1875). Le projet de loi que le Gouvernement présenta l'an passé aux Chambres n'a pas abouti ; il était restrictif des opérations à terme concernant les céréales et, comme tel, il se rapprochait de la nouvelle loi allemande.

Belgique. — Mêmes principes qu'en France (art. 1965). Toutefois voici le projet de loi Le Jeune que le Sénat belge a voté le 15 décembre 1896 :

ARTICLE PREMIER. — Les marchés à terme sont reconnus par la loi et doivent être exécutés comme toute convention licite.

ART. 2. — Les paris ou jeux de Bourse sont frappés d'une nullité d'ordre public, comme contraire aux bonnes mœurs.

(1) Extrait du *Bulletin des Halles*, numéro du 4 octobre 1897.

ART. 3. — Est pari ou jeu de Bourse toute convention dans laquelle l'intention commune des parties est d'exclure la livraison et la réception des denrées, marchandises ou valeurs mobilières quelconques sur lesquelles elles ne traitent qu'en apparence, et de borner l'objet du contrat à une simple différence sur la hausse ou la baisse des cours.

ART. 4. — Le pari ou jeu de Bourse ne se présume pas, et doit être prouvé par celui qui l'allègue. La preuve peut en être faite par tous les moyens de droit.

ART. 5. — Sont nuls, au même titre que les paris ou jeux de Bourse, tous gages, promesses, hypothèques, cautionnements, couvertures, marges, toutes stipulations ou protestations de commissions ou de salaires et, en général, tous actes, de quelque nature qu'ils puissent être, qui ont pour cause juridique, soit le pari ou jeu de Bourse, soit la dette qui en est née.

Cette nullité ne peut être opposée au tiers de bonne foi.

Si le texte était promulgué dans cette forme, il serait le retour de la législation belge à l'état de choses qui existait chez nous avant la loi du 28 mars 1885 (1).

Japon. — Toute action en justice est refusée pour les marchés à terme sur valeurs lorsque les parties ont entendu les régler par le paiement des différences (année 1890).

Pays-Bas. — Mêmes principes que dans le droit français.

République Argentine. — Sont dépourvues de toute efficacité légale les opérations de Bourse qui doivent se résoudre par le paiement des différences (année 1890).

Suisse. — Le Code des obligations refuse l'action en justice aux marchés à terme devant se régler par le paiement des différences (année 1883).

(1) Le 24 décembre 1897, M. le sénateur Le Jeune, en réponse à notre demande, nous faisait l'honneur de nous informer que son projet, voté le 15 décembre 1896 par le Sénat, avait été transmise à la Chambre des Représentant qui ne l'avait encore discuté. C'est donc une erreur de dire, comme certains le font, que ce projet est déjà promulgué.

CHAPITRE II

LÉGISLATIONS DIFFÉRENTES DE LA NOTRE

SECTION I

Législations nettement favorables aux marchés à terme

Espagne. — Les opérations de Bourse engendrent des actions et des obligations dont l'exécution se peut poursuivre devant les tribunaux (année 1886). Mais la jurisprudence refuse, ce semble, d'admettre les opérations devant se régler par le paiement des différences.

Italie. -- La loi du 13 septembre 1876 reconnaît la légalité de tous les marchés à terme, et elle les frappe d'un impôt. Mais les tribunaux italiens ne paraissent pas tous accorder qu'une loi fiscale puisse prononcer la légalité des marchés à terme. La jurisprudence reçoit l'exception de jeu quand les opérations ne sont pas en rapport avec la fortune des contractants.

Roumanie. — L'article 76 du Code de commerce de 1887 semble bien reconnaître la légalité des marchés à terme devant se résoudre par le paiement des différences.

Voici cet article :

« Si à l'expiration du délai du report, les parties

liquident *les différences* pour faire leurs paiements séparément, et renouvellent le report sur une autre quantité ou une autre espèce de titre, ou à un autre prix, elles sont considérées comme ayant conclu un nouveau contrat de report. »

Russie. — Au titre des Sociétés, le Code civil russe contenait une disposition assimilant au jeu, et, comme tels, les déclarant nuls, tous les marchés à terme sur actions ou certificats d'actions. Cette disposition a été abrogée le 8 juin 1893 : seuls sont demeurés interdits les marchés à terme sur les matières d'or ainsi que sur les actions et les traites stipulées payables or (*Bulletin des Lois de l'Empire Russe* du 10 juillet 1893). Mais qu'on ne s'y trompe pas : cette interdiction est faite non point pour restreindre les marchés à terme, mais pour éviter la dépréciation du rouble argent. Des termes mêmes de la restriction, on en conclut que les marchés à terme relatifs aux fonds nationaux russes et aux fonds d'états étrangers *demeurent* toujours permis (1). La Russie paraissant devoir adopter l'éta-
lon d'or, il est probable que cette restriction disparaîtra avec sa cause.

(1). Ces renseignements, nous les devons à l'obligeance de M. J. Barkowski, avocat d' l'Ambassade Impériale de Russie.

SECTION II

Législations hostiles aux marchés à terme

Etats-Unis. — Quelques Etats prohibent les transactions sur les denrées futures, et en général, les marchés à terme « *Toutes ces lois sont restées lettres mortes.* » (1) Un arrêt de la Cour suprême de Pensylvanie a annulé, le 7 mars 1882, un marché qui se soldait en différences. A New-York, les affaires de Bourse se font au comptant ; le courtier reporte de jour en jour à condition que le client le couvre chaque jour de la différence.

Portugal. — Les marchés à terme n'engendrent aucune action au profit du vendeur s'il est prouvé qu'au moment de la vente, il n'avait pas en sa possession les titres vendus, ni au profit de l'acheteur qui au même moment ne serait pas en mesure de faire les fonds (année 1888).

Allemagne. — Le Code allemand ne renferme aucune disposition spéciale aux marchés à terme ; la plupart des Etats de la Confédération admettaient leur validité, les plus rigoureux en la matière refusaient l'action en justice pour les marchés devant se résoudre par le paiement des différences. En 1890, à la suite de grands désastres financiers, le gouvernement allemand, voulant préserver le public contre les dangers de la spéculation, avait nommé une

(1) Rapport de M. Auguste Isaac à la Chambre de commerce de Lyon. (Ce rapport concernait l'établissement d'un impôt sur les opérations à terme en marchandises ; il était fait en réponse d'un interrogatoire du Ministre du commerce, interrogatoire dont nous parlerons bientôt.)

Commission d'enquête chargée de rechercher les modifications à introduire dans le fonctionnement de la Bourse. Cette Commission déposa son rapport à la fin de 1893. Le gouvernement de son côté se mit à élaborer un texte de loi. Au mois d'avril 1895, un projet préparatoire fut publié. Jugé défectueux sur plusieurs points, il fut amendé et c'est sous sa nouvelle forme qu'au commencement de janvier 1896, il vint en discussion au Reichstag. La loi, votée, fut promulguée le 22 juin 1896 : le gouvernement décida qu'elle entrerait complètement en vigueur le 1^{er} janvier 1897.

Voyons l'économie de cette loi relativement aux marchés à terme.

D'abord, en ce qui concerne l'organisation de la Bourse, la loi (1) la retire aux intéressés et la confie aux gouvernements des États confédérés auxquels elle donne le droit d'autoriser la fondation et le maintien des différentes bourses : ces gouvernements en assureront encore le fonctionnement. A cet effet, la loi crée un commissaire d'État qui servira d'intermédiaire entre les Bourses et le Gouvernement, et renseignera ce dernier sur la manière dont les opérations seront conduites et sur les abus qui pourraient être commis : il est créé encore un comité de la Bourse composé d'experts qui auront à émettre leur avis sur certaines questions.

Quant aux marchés à terme la loi reconnaît leur validité juridique, mais il faut que ces marchés réunissent les deux conditions fondamentales suivantes : Ils devront porter seulement sur les valeurs et marchandises désignées par les autorités compétentes. Ils devront en second lieu être con-

(1) Le titre de la loi est *loi sur les Bourses*.

clus par des personnes officiellement reconnues comme spéculateurs à terme : cette reconnaissance a lieu sur la déclaration propre des intéressés.

L'art. 49 décide qu'aucune marchandise ne pourra faire l'objet d'opérations à terme sans que les commerçants en cette marchandise aient été consultés. Leur avis devra être communiqué au chancelier de l'empire qui décidera s'il n'y a pas lieu à un plus ample examen.

L'art. 50 réserve au conseil fédéral le droit d'interdire les opérations à terme sur certaines marchandises ou certaines valeurs. Il porte que les actions de mines et de fabriques ne pourront faire l'objet d'opérations à terme. Quant aux autres sociétés industrielles, leurs actions pourront être négociées à terme si leur capital s'élève au moins à vingt millions de marcs.

Enfin cet article défend *le terme* sur les céréales et les produits de minoterie.

L'article 54 édicte la tenue d'un registre de commerce où, d'après l'article 55, devront être consignés les noms, prénoms, adresses et professions de personnes qui voudront prendre part aux opérations à terme. Ce registre est public, tout le monde peut le consulter ; on peut même s'en faire délivrer des extraits (art. 56). L'article 57 établit un droit fixe d'inscription de 150 marcs et une annuité de 25 marcs.

L'intéressé capable doit demander lui-même son inscription : en cas d'incapacité c'est le représentant légal de l'incapable qui sollicite l'enregistrement (art. 58).

Toute demande doit être transmise au Tribunal : elle devra mentionner la Bourse où l'on veut opérer (art. 59 et 60).

L'enregistrement sera publié dans le *Bulletin Officiel de l'Empire* et dans les journaux désignés par l'article 14 du

Code de Commerce (art. 62). La radiation s'opère sans frais ; elle s'effectue à la demande de l'intéressé ou de son représentant légal (art. 63).

Au commencement de chaque année les tribunaux dressent la liste des personnes encore inscrites ; ces listes sont communiquées au Tribunal de Berlin qui en fait le relevé total et l'adresse sans retard, pour être publié, au *Bulletin Officiel de l'Empire* (art. 65).

Telles sont, relativement aux marchés à terme, les principales dispositions de cette loi qui, lors de son entrée en application, souleva les plus violentes protestations. Plusieurs Bourses de Commerce, notamment celle de Berlin, fermèrent dès le 1^{er} janvier 1897 ; cette attitude fut diversement jugée. Les uns y virent le début d'une campagne du monde commercial contre la politique agrarienne qui avait énergiquement soutenu la loi. La *Gazette Nationale* s'exprimait en ces termes : « En dehors des motifs
« d'ordre moral, il y en avait en outre d'ordre matériel
« qui rendaient nécessaire la fermeture de la Bourse du
« Commerce de Berlin. La mise en vigueur de la loi en-
« lève toute utilité à la Bourse du Commerce. L'interdic-
« tion des marchés à terme et la perspective des chicanes
« pouvant résulter des moyens destinés à les remplacer
« rendent impossibles les transactions à terme, même dans
« ce qu'elles ont d'indispensable. »

La *Gazette de la Croix*, organe du parti agrarien, tirait de cette fermeture un argument contre les Bourses, disant que les opérations à terme ne profitent plus quand la loi les peut contrôler.

Les Bourses, après avoir ainsi protesté, se transportèrent dans des locaux privés où elles prétendirent opérer en dehors de tout contrôle gouvernemental.

Le 7 janvier 1897, il se passa à Berlin un fait curieux. Par suite de l'abstention des spéculateurs et courtiers en céréales, il fut impossible de nommer le président de la Bourse des valeurs. Les agrariens, exaspérés, demandèrent au gouvernement la dissolution de la Bourse privée qui était, disaient-ils, un défi aux lois. Ce fut alors une polémique extraordinaire dans les journaux : les uns refusaient au gouvernement ce droit, les autres le lui reconnaissaient. Quoi qu'il en soit, le gouvernement, en juin dernier, refusa aux négociants en grains le droit de constituer une Bourse libre : néanmoins il est des Bourses libres qui fonctionnent toujours.

Nous devons signaler l'art. 51 de la loi qui interdit la publication des cours pour les marchandises non admises au bénéfice du terme. Cette prohibition va droit contre le but poursuivi par les défenseurs de la loi : l'agriculteur, en effet, ne peut plus désormais, avoir une base de prix quand, pour la vente de sa récolte, il entre en relation avec les acheteurs en gros (1).

Les résultats immédiats de la loi furent une élévation du taux de l'escompte et une cessation, durant cet été, de toute activité commerciale.

La *Freie Vereinigung der Berliner Productenbörse* a élaboré des conditions de ventes à livrer calquées sur les contrats de Londres. Les adversaires, furieux, demandent qu'il soit interdit de vendre les marchandises que l'on ne possède pas et dont on ne peut indiquer ni la provenance, ni le séjour, ainsi que celles dont on ne peut offrir un

(1) Dans *Le Monde Economique* (numéro du 9 janvier 1897), on trouve une lettre de Berlin qui expose très clairement, la plupart de ces effets. Cet article mérite d'être remarqué, surtout si l'on observe qu'il parut 5 ou 6 jours seulement après la mise en vigueur de la *Loi sur les Bourses*.

échantillon. On appelle cela « l'introduction du passeport. »

Somme toute, avec cette loi, le parti agrarien compte une nouvelle victoire, mais c'est l'une de ses plus néfastes. Le commerce des céréales a été tué; on ne doit pas s'en étonner, car nous avons montré les marchés à terme indispensables au producteur comme au consommateur.

La plupart des spéculateurs ne veulent pas se soumettre aux formalités de l'enregistrement qu'ils trouvent humiliantes; ils protestent en second lieu contre les frais de l'enregistrement qui constituent un nouvel impôt et des plus lourds. Enfin ils se plaignent que cette inscription révèle leur situation exacte.

Aussi peut-on constater une réduction très forte des transactions de Bourse. Une scission s'est produite entre les différentes banques: les unes se font inscrire: les autres s'y refusent.

Les agrariens ont essayé de donner le change: la loi, disent-ils, est favorable aux marchés à terme qui portent sur les marchandises et sur les valeurs autorisées: on ne leur refusera désormais plus l'action en justice quand bien même ils se solderaient par des différences: de ce seul fait qu'ils se trouveront conformes aux prescriptions de la nouvelle loi, les Tribunaux devront en ordonner l'exécution. Singulier raisonnement! on supprime les marchés à terme les plus importants, on réglemeute sévèrement les autres et la loi qui établit cet ordre de choses nouveau est dite favorable aux spéculations commerciales!

Résumons-nous: La loi causa au premier moment une stupéfaction générale, puis un violent mécontentement se traduisit; on voyait déjà les transactions réduites au minimum, et les spéculateurs marqués d'une espèce de tare par cette surveillance étroite dont ils devenaient l'objet.

On plaça en effet un commissaire de l'État dans toutes les villes pourvues d'une Bourse; ce fonctionnaire a charge de surveiller les opérations et les gens de Bourse, et d'assurer l'exécution des prescriptions légales. C'était là, notons-le en passant, une première faute, car il était dangereux de confier ces attributions à un fonctionnaire totalement étranger au commerce. Comment pourra-t-il, en effet, dans son ignorance des affaires, remarquer les détours que prendront certaines personnes pour frauder la loi? L'arbitraire le plus grand régnera et, peut-être aussi, ne tardera pas à arriver la corruption!

Les commerçants et spéculateurs ne se bornèrent pas à de simples récriminations: en gens pratiques, ils cherchèrent à parer aux funestes conséquences de la loi.

A cette fin, ils ont fondé des associations libres, ou bien, faisant le commerce dans les comptoirs et par correspondance, ils se débitent et se créditent de leurs opérations sur leurs livres. Bref, le marché à terme existe toujours, mais il se déguise. A quoi bon dès lors cette loi, sinon à encourager la mauvaise foi de personnes qui ne manqueront pas de l'invoquer pour se soustraire à leurs engagements?

Puisse notre pays profiter d'une expérience qui paraît devoir coûter cher à l'Allemagne! (1) Cette fois-ci, nous

(1) Voici les effets de cette loi; nous les avons trouvés relevés dans un numéro du *Bulletin des Halles* (octobre 1897):

« Les marchés à terme sont interdits depuis le 1^{er} janvier, et si l'on compare la marche des prix sur différentes places, on trouve que l'écart en hausse entre le 1^{er} janvier et le 25 septembre a été, par mille kilogrammes, de 3 marks à Berlin, 51 M. à Vienne, 61 à Budapest, 16 à Amsterdam, 50 M. à Paris pour le froment, de 11 M. pour le seigle à Berlin, de 24 M. à Vienne.

« Sans leur folle prohibition, les agrariens auraient bénéficié en Allemagne de la hausse; il se trouve qu'en brisant un ressort très délicat du commerce, leur spéculation législative a tourné contre eux et qu'elle est devenue une opération à la baisse. »

n'aurions aucun prétexte pour imiter nos voisins : c'est déjà trop de les avoir suivis dans la question des primes de l'industrie sucrière.

En terminant, nous allons examiner les réformes proposées en France concernant la législation des marchés à terme.

CONCLUSION

En France, à l'heure actuelle, l'avenir des marchés à terme est gravement menacé. Pour un grand nombre de personnes, en effet, ces marchés alimentent exclusivement l'agiotage et le jeu : or cette conception erronée fait naître chaque jour de nouveaux projets de réglementation : ces projets ont tous ceci de commun que leur adoption constituerait un danger très grand pour la prospérité commerciale de notre pays.

Avant de les examiner, nous voulons établir les deux points suivants — tous les marchés à terme ne sont pas des actes de spéculation — tous les actes de spéculation ne s'accomplissent pas à l'aide de marchés à terme.

Sont-ce des actes de spéculation que les opérations suivantes ?

X... doit, à la fin du mois, rentrer dans une somme importante ; il veut la placer immédiatement pour n'avoir pas à subir une hausse probable : à cet effet il achète fin courant les valeurs qu'il désire.

Ou bien, X... a des titres dans sa maison du Sénégal : ces titres allant baisser d'ici quelques jours, il les vend fin prochain, et même, pour en retirer un prix plus élevé, il les vend à prime.

Ou encore, un individu s'est rendu acquéreur d'un immeuble : au jour fixé pour la signature de la quittance, il arrive que les formalités de purge ne sont pas encore achevées ; pour s'éviter une perte d'intérêts, il place le montant

de son prix en reports ; de cette façon, il le recouvrera très rapidement après néanmoins l'avoir fait fructifier.

Dernier exemple. Un commerçant a besoin pour quelques jours d'une somme d'argent. Il a bien dans son portefeuille des effets, mais l'escompte est très élevé. Il donne alors ses valeurs en report ; l'intérêt qu'il paiera ainsi sera moindre que celui d'un prêt, il réalisera même un bénéfice au cas de déport.

Quelques-uns de ces opérateurs à terme devront, peut-être, proroger leur situation. Ainsi, notre commerçant a perdu certaines de ses créances ou X... ne reçoit pas à la liquidation les titres réclamés, ceux-ci n'ayant pas été mis au paquebot qu'il pensait. Tous deux recourront au report.

Dans les exemples précédents, il n'y a pas, à proprement parler, de spéculation : ce sont là des opérations que nous appellerions volontiers *des opérations de bon père de famille*. Touchez aux marchés à terme, et très probablement vous atteindrez ces actes indispensables à la bonne gestion d'un patrimoine.

A l'inverse, tous les marchés au comptant ne se font pas en vue de placements définitifs ; il en est qui sont des actes de spéculation. Ainsi X, en mars 1897, possédait pour toute fortune une somme de dix mille francs ; il l'a remise comme couverture à son agent de change, puis, il a acheté comptant mille obligations du Chemin de fer Salonique-Constantinople au prix de 250 francs. Mentionnons qu'en raison de la guerre gréco-turque ces valeurs subissaient alors de brusques variations. X... n'a pas levé ses titres : car pour ce faire, il lui aurait fallu 250,000 francs. Comme, après son achat, ces valeurs n'ont jamais baissé de plus de 5 francs, son agent de change, suffisamment nanti, ne l'a pas pressé de prendre livraison. Un mois

après, ces obligations étant montées à 270 fr., X... a donné l'ordre de vendre : il a réalisé ainsi avec 10.000 francs un bénéfice d'environ (1) 20.000 francs, et cela dans l'espace d'une trentaine de jours.

X... avait prévu le résultat de la guerre, et son bénéfice n'a rien d'illégitime ; X... a été un spéculateur : il a opéré toutefois au comptant.

Si nous avons montré le marché au comptant servant aussi à la spéculation, c'est pour établir que, lui aussi, servira souvent à l'agiotage.

Un accapareur de cuivre achètera au comptant tous les cuivres offerts. En 1888, ne voyait-on pas, en effet, le syndicat des cuivres acheter tant en disponible qu'à terme ?

Malgré cet abus on n'a jamais songé à réglementer les marchés au comptant.

Il est vrai de dire que presque toujours l'agiotage et le jeu préféreront, à cause de sa souplesse, le marché à terme ; mais puisque les réformateurs protestent tous de leurs bonnes intentions et présentent leurs projets comme ne visant que la répression de l'agiotage, nous sommes en droit de leur poser la question suivante. Où commence l'agiotage ? Où finit la spéculation ? Ce critérium nécessaire pour pouvoir souscrire à leurs innovations, aucun d'entre eux ne nous le donne.

Dès lors leurs projets sont dangereux, ils frapperont souvent la spéculation et favoriseront presque toujours la mauvaise foi. Passons-les rapidement en revue.

En 1894, on proposa de frapper d'un impôt les opérations à terme sur marchandises au même titre que les opérations de bourse (loi du 28 avril 1893).

(1) Il faut tenir compte des courtages et de la perte d'intérêts subie par la *couverture*.

Lorsque le Ministre du commerce eut l'attention appelée sur l'opportunité de cette réforme, il adressa, le 10 août 1894, une lettre circulaire aux Chambres et aux Tribunaux de commerce. Cette enquête eut un résultat facile à prévoir, la grande majorité des Chambres et des Tribunaux de commerce s'éleva contre un impôt dont le moindre inconvénient était de faire double emploi avec la patente que payaient déjà les commerçants.

Leurs réponses sont à analyser car elles font on ne peut mieux ressortir l'utilité incontestable des marchés à terme. Sans eux, disaient-elles, les cours ne se soutiendraient plus : les marchés à termes seuls empêchent l'accumulation, aux époques périodiques de production, de quantités anormales de matières brutes. Songe-t-on, par exemple, à la quantité de laine jetée sur les marchés au moment de la tonte ? Le *terme* saura répartir ces stocks considérables : le manufacturier s'assurera, par des marchés à livrer, de la quantité matière première nécessaire à son industrie ; ce n'est qu'ainsi qu'il établira d'une façon certaine son prix de revient.

Les marchés à terme, ajoutait-on encore, sont un merveilleux instrument de crédit ; avec eux, l'industriel échelonnera ses paiements, et s'évitera des frais en n'ayant pas à accumuler dans ses magasins une grande quantité de marchandises ; il sera dispensé aussi de faire de trop grosses avances au comptant. Enfin, les marchés à terme nous empêchent d'être tributaires des entrepôts étrangers, car nos importateurs sont obligés d'acheter des stocks bien supérieurs aux besoins de la consommation journalière, autrement ils verraient ces stocks appréhendés par leurs concurrents des autres pays.

Les réponses accordaient bien que parfois, à la faveur

des marchés à terme, se glissaient de regrettables abus; mais elles ne voyaient pas le moyen qui pourrait les prévenir sans atteindre la spéculation.

Frappez d'un impôt, même très minime, les opérations à terme sur marchandises, et vous entravez le commerce national en facilitant la concurrence étrangère! telle était donc la conclusion de la plupart des chambres et des tribunaux de commerce, et ils ajoutaient « qu'on n'aille pas
« surtout trouver un criterium qui permettra de reconnaître
« le jeu et l'agiotage dans ce fait que les opérations se règlent
« par de simples différences, car supposons un négociant
« qui, sur un marché, ait vendu à terme et avec un faible
« bénéfice, certaines marchandises; dans l'intervalle, ce
« négociant rencontre sur un autre marché acheteur à plus
« haut prix, il fera alors un arbitrage en rachetant sur le
« premier marché pour revendre sur le second. Notre
« spéculateur n'a pas fait acte de jeu et néanmoins son
« opération se règle par différence ».

Prenons encore le cas d'un fabricant de sucre qui achèterait de la betterave à 30 francs et vendrait, à telle époque, à 37 francs, prix du cours, sans intention de spéculer. C'est là une vente réelle. Si, au moment de la livraison, il trouve à exporter son sucre à un franc de prime, il se rachètera pour revendre à l'étranger un franc de plus. Quoi de plus légitime que son opération? (1).

Nous avons reproduit presque textuellement les arguments invoqués en faveur des marchés à terme lors de cette consultation qui aboutit à faire écarter l'impôt projeté.

Nous pourrions dire à peu près la même chose des marchés à terme sur valeurs mobilières.

(1) Nous empruntons cet exemple et le précédent à la lettre circulaire du 10 août 1894.

Ainsi, à l'annonce d'une nouvelle qu'il croit susceptible d'occasionner une forte baisse sur la rente, X... en vend à découvert, et ce, à *titre d'assurance*. Son raisonnement est le suivant : « Si la baisse arrive, la perte qu'éprouvera
« mon portefeuille sera compensée par le bénéfice réalisé
« en rachetant à meilleur compte mon découvert. Si la
« baisse ne se produit pas, peut-être ne perdrai-je rien,
« en tous cas, je risque fort peu. »

Le marché de X... se règle par un simple paiement de différence : sera-ce pour cela un jeu ? Evidemment non. X..., en spéculateur avisé, a voulu se prémunir contre toute surprise. De même, on verra une assurance dans l'espèce suivante :

Il y a un certain temps, en prévision de la hausse des fonds russes, hausse qui s'est en effet produite, la spéculation, tout en achetant du Russe, se couvrait par des ventes d'Italien qui avait plutôt des chances de baisser. De cette façon, elle s'assurait contre une baisse générale, car, dans ce cas, l'Italien ayant plus de chances de baisser que le Russe, le bénéfice sur l'opération à la baisse eût contre-balancé et même dépassé la perte sur l'opération à la hausse. Par contre, s'il se produisait une hausse générale, il y avait chance pour que la hausse de l'Italien fût inférieure à celle du Russe, et alors le bénéfice sur l'achat se trouvait simplement diminué d'une sorte de prime d'assurance, la perte sur la vente d'Italien (1).

En matière de valeurs mobilières, tout comme en matière de marchandises, le marché à terme est un régulateur des cours. En effet, s'il n'existait pas, plusieurs mois se passeraient parfois sans qu'il y ait achat ou vente de tel titre ; d'où résulteraient de brusques sautes dues au hasard des opérations effectives ; la balance se déplacerait violemment

(1) Marinitsch. *La Bourse théorique et pratique*, p. 275.

par suite de l'absence de contre-partie. Est-il inexact de dire qu'ici la spéculation joue un rôle analogue à celui de la monnaie. X..., voulant acheter de l'*Italien*, ne pourra s'entendre avec Y... qui n'a que du *Russe* à vendre ; alors le spéculateur arrivera, qui achètera à l'un et vendra à l'autre.

Ce qui précède nous fera rejeter tout projet de loi qui demandera la nullité des opérations se réglant par *différences*. Un pareil projet ne pourra qu'encourager la mauvaise foi des joueurs ; un perdant malhonnête ne manquera pas d'invoquer une loi qui lui permettra de se soustraire à ses engagements.

Allant plus loin encore, nous voulons montrer qu'il serait bon de valider celles-là mêmes des opérations à terme qui *doivent* se résoudre par le paiement de différences ; on pourrait ainsi parfois lutter plus efficacement contre l'agiotage. X..., sait pertinemment qu'une Société est au-dessous de ses affaires et qu'elle leurre le public pour lui placer ses actions. Il en vend alors mille livrables fin courant. Son opération est un salutaire avertissement. Cependant les meneurs de la hausse accaparent tous les titres flottants et de cette façon *ils étrangleront* X..., le jour de la liquidation. Un tel résultat serait évité si l'on permettait à X..., de se liquider autrement que par une livraison effective.

Nous voulons citer un dernier exemple. Nous l'avons pris dans le rapport que fit M. Naquet sur le projet qui conduisit à la loi du 28 mars 1885.

Cette espèce prouvera combien il est nécessaire de ne pas laisser aux tribunaux la faculté de déclarer illicites les marchés qui se liquident par des différences.

« Je suppose que je fasse aujourd'hui une opération commerciale avec l'Angleterre. Je m'engage à prendre livraison, à un mois de date, d'une certaine quantité de matières premières au prix de 10.000 livres sterling. Je vends en même temps, à deux mois de date, la quantité équivalente de matière fabriquée. Les prix d'achat et de ventes sont fixés ; je connais mes prix de fabrication, mon bénéfice est nettement déterminé... à une condition cependant, c'est que je m'assurerai contre les variations du change sur Londres. Si je ne prends pas cette précaution, je puis voir mon bénéfice s'accroître si le change baisse, mais je suis exposé à le voir diminuer et même se transformer en perte si c'est une hausse qui survient. Dès lors, je cesse d'opérer avec certitude..., j'introduis l'aléa dans mon opération : je joue.

Il faut donc que je m'assure. Je vais pour cela trouver un banquier à qui je demande de s'engager à me donner 10.000 livres à l'époque voulue, à un prix dès aujourd'hui convenu.

« J'ai alors toutes les données de mon opération. J'agis à coup sûr.

« Seulement, comme à l'échéance je puis avoir intérêt à liquider cette opération par une compensation faite sur la place de Paris ou de Londres, et par suite n'avoir pas besoin de ces livres sterling, je stipule avec mon banquier que la livraison de ces 10.000 livres n'aura pas lieu et que la liquidation se fera entre nous par un solde de différences. Ai-je joué ? Non, j'ai au contraire pesé tous mes actes de manière à bannir tout aléa de mes calculs (1) ».

En somme, nous revenons toujours à cette question : Peut-on atteindre le jeu sans frapper du même coup la spéculation ? Nous avons établi que non et qu'ainsi le remède serait plus dangereux que le mal. Si nous avons oublié notre propre expérience, regardons l'Allemagne : les résultats de sa nouvelle loi sur les Bourses nous édifieront amplement à ce sujet. Cependant il en est qui voient

(1) Documents parlementaires, 1889, p. 218, annexe 1196.

encore dans l'exception de jeu une protection contre les abus.

M. Rose a déposé, en 1896, une proposition de loi ainsi conçue :

ARTICLE PREMIER. — Tous marchés à terme sur effets publics et autres sont reconnus légaux. Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui en résultent, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil, lors même qu'il se résoudraient par le paiement d'une simple différence.

Les marchés à livrer sur denrées et produits agricoles ne sont reconnus licites que s'ils ont eu pour but et pour objet la livraison réelle de ces produits au terme fixé par la convention. Tous autres marchés de cette nature sont assimilés au point de vue civil, aux dettes de jeu et au pari.

ART. 2. — L'article 419 du Code pénal est ainsi modifié :

« Tous ceux qui, par des faits faux ou calomnieux semés à dessein dans le public, par des suroffres faites aux prix que demandaient les vendeurs eux-mêmes, par réunion ou coalition entre les principaux détenteurs d'une même marchandise ou denrée tendant à ne pas la vendre ou à ne la vendre qu'à un certain prix, ou qui, par des voies ou moyens frauduleux quelconques *ou par des spéculations fictives sur denrées et produits agricoles reconnues illicites*, auront opéré la hausse ou la baisse des prix de denrées ou marchandises ou des papiers et effets publics, seront punis d'un emprisonnement d'un mois au moins et d'un an au plus et d'une amende de 500 à 10.000 fr. »

Dans l'exposé des motifs, M. Rose oublie de nous donner le fil conducteur qui nous fera nous reconnaître dans la multitude des transactions dont les Bourses sont chaque jour le théâtre.

Vainement chercherions-nous encore une indication à cet égard dans le rapport de M. G. Berry, rapport qui est favorable au projet de M. Rose.

M. Michelin a déposé également un projet restrictif des

marchés à terme et, chose étonnante, l'agiotage auquel M. Rose impute l'avalissement des prix est pour lui au contraire une cause de renchérissement. Chacun de ces députés a donc envisagé une face différente de l'agiotage : l'agiotage produit tantôt l'avalissement des prix et tantôt leur renchérissement comme la spéculation empêche tantôt l'un et tantôt l'autre.

Quant à vouloir supprimer la spéculation elle-même, il n'y a pas lieu d'y songer, ce recul serait la ruine de l'industrie, du commerce et de l'agriculture.

Nous ne pouvons pas quitter les opérations qui se liquident par une différence sans dire un mot de la *filière* ou *ordre de livraison endossable créé par le propriétaire de la marchandise sur son acheteur direct* (1). Les ventes par filières évitent des déplacements incessants de marchandises et, par le fait, des risques et des frais importants. Leur liquidation est confiée à des *liquidateurs* qui reçoivent ou paient les différences des endosseurs successifs. Tout récemment, dans un article sur les marchés à terme, *Le Monde Economique* a vengé les filières des reproches dont elles étaient injustement l'objet.

....Si toute affaire qui se liquide par une différence est prohibée, tous les arbitrages d'une place à une autre sont défendus ; et les arbitrages sont cependant indispensables au grand commerce. Faudra-t-il donc organiser d'immenses caravanes de marchandises allant d'un bout à l'autre de la France, du Nord au Sud, de l'Est à l'Ouest, jusqu'à ce que ces marchandises aient rencontré le consommateur ?

C'est pour éviter ces déplacements continuels de marchandises, ce chassé-croisé de denrées, qu'ont été inventés les magasins généraux, où les marchandises changent de mains

(1) J. Bivort et G. Turlin. *Etude sur le courtage des marchandises*, 1888, p. 209.

sans déplacement, avec des frais réduits au minimum, et dont elles ne sortent qu'au fur et à mesure de leur emploi presque immédiat dans la consommation.

Et c'est pour transmettre la marchandise entre les négociants, sans déplacements, qu'on a imaginé la *filière* qui est en somme un bon de livraison, endossable et transmissible, représentant une quantité de marchandise déterminée, que le vendeur met à la disposition de l'acheteur, et dont celui-ci peut prendre livraison effective dès qu'il le désire.

C'est d'ailleurs une erreur de croire que cette filière qui représente la marchandise, qui indique dans quel magasin et sous quel numéro celle-ci est entrée, peut circuler indéfiniment. Il faut qu'à la fin de chaque mois de livraison, elle soit arrêtée par ce destinataire auquel elle échoit, et qui prend forcément livraison de la marchandise.

Et c'est bien en somme l'offre ou la demande des filières qui font la baisse ou la hausse, avec, bien entendu, les perspectives des récoltes, l'importance des stocks et les besoins à prévoir de la consommation. Et s'il y a beaucoup de filières (c'est-à-dire de marchandises offertes en livraison) et peu de gens disposés à en prendre livraison, on baisse; s'il y a, au contraire, beaucoup de preneurs et peu de filières offertes, on monte.

Ceux qui n'ont fait qu'acheter et revendre, ou vendre et racheter, n'ont pas eu d'action sérieuse sur les cours, parce qu'ils n'ont rien fait qui pût influencer le marché (1).

Concluons-nous qu'en France les marchés à terme paraissent aujourd'hui condamnés? Loin de là, car ils rencontrent plus que jamais des défenseurs énergiques. Voyons plutôt : Le 27 mars 1897, M. Boucher, ministre du Commerce, prononçait un grand discours au banquet du Syndicat général de la Bourse de Commerce. Nous en extrayons le passage suivant :

Ne redoutez pas que jamais disparaissent, surtout dans le commerce et dans l'industrie de l'alimentation, les marchés à

(1) *Le Monde économique*, n° du 20 novembre 1897,

terme. Tant que la neige tombera sur la terre et qu'il y aura des saisons succédant les unes aux autres ; tant qu'à certains moments les champs se dépouilleront de leurs moissons ; tant que les prés se dépouilleront de leur verdure ; tant que les vignes se dépouilleront de leurs pampres, il y aura des marchés à terme. Il y aura des marchés à terme, à moins que l'humanité ne se résigne au rôle de la marmotte ; il est encore un animal qui se nourrit de sa propre substance, paraît-il, mais cela ne doit pas être bien brillant, n'est-il pas vrai ? Tant que l'humanité sera ce qu'elle est, il y aura des marchés à terme, et c'est pour cela que vous pouvez, messieurs, négocier, vivre tranquilles, en vous disant que vous avez comme sauvegarde les forces mêmes de la nature.

Serait-ce, Messieurs, que je vais prendre parti dans ce grand débat, et serait-ce que je vais décourager les accès de vertu que l'on aperçoit quelquefois comme une consolation, comme une illusion qui vous satisfait le cœur ? Je suis de ceux qui ne redoutent pas pour le commerce français les enquêtes. L'enquête, pour l'honneur commercial, elle se poursuit à travers les âges, elle ne redoute rien des comparaisons. Les témoins de cette enquête, ce sont ceux qui estiment si haut le crédit français que, malgré toutes les chutes, malgré toutes les aberrations et malgré toutes les fautes politiques ou autres, le crédit français est encore le premier crédit du monde. Et notre honneur, lui aussi, reste donc calme et serein, ne redoutant aucune enquête. Si les marchés à terme sont protégés par les forces de la nature, l'honneur commercial français est gardé par l'histoire de la France tout entière.

MM. Trarieux et Ernest Boulanger nous semblent aussi des partisans convaincus de la spéculation et partant des marchés à terme ; c'est du moins ce que nous croyons pouvoir induire de l'*exposé des motifs* de la proposition de loi qu'ils ont déposé au Sénat le 15 juin 1897 (1). Sans

(1) Proposition de loi portant réglementation nouvelle de la fonction des Agents de Change. Annexe au procès-verbal de la séance du 15 juin 1897, n° 169.

vouloir prendre parti dans une question étrangère à notre sujet, nous relevons ces paroles :

« Il est arrivé un moment où les anciennes prohibitions sont devenues, ou à peu près, lettre morte; et plusieurs d'entre elles ont même été finalement abolies par des actes législatifs qui ont cru devoir faire céder de vieilles fictions devant **les nécessités nouvelles**.... Mentionnons, enfin, l'importante loi de 1885, qui a reconnu la validité des marchés à terme. »

Enfin, nous ne pouvons mieux terminer qu'en donnant l'avis des intéressés eux-mêmes.

Le *Bulletin des Halles* (1), principal organe des Bourses et Marchés de France, repousse énergiquement toute proposition de réglementation nouvelle : il réclame la liberté pleine et entière pour les opérations à terme. La série d'articles qu'il a publiés sur la matière depuis quelques mois prouve surabondamment que le commerce a besoin pour vivre des marchés à terme (2).

Les Chambres de commerce furent appelées à délibérer sur ces projets de loi que nous venons de mentionner. Voici, pour quelques-unes d'entre-elles l'avis qu'elles émirent.

Paris (rapport de M. Plasse, novembre 1897), Lyon (1897), Cambrai (juillet 1897), Marseille (mars 1897), Roubaix-Tourcoing (1897), demandent le maintien intégral et sans modification de la loi du 28 mars 1885.

Quant aux Chambres de commerce de Bordeaux et de

(1) Son directeur, M. Charles Bivort, nous a fourni de précieuses indications sur la spéculation à Paris; il en est de même de M. Jean Bivort, ancien président des courtiers assermentés de la Seine.

(2) Nous citons les principaux de ces articles (*Bulletin des Halles*, numéros des 8 février, 28 mars, 10 septembre, 26 octobre, 10 et 13 novembre 1897).

Blois, sans méconnaître la nécessité des marchés à terme, elles désireraient que l'on distinguât entre les opérations sérieuses et les opérations fictives. Comme nous l'avons établi, le critérium est impossible à trouver.

Pour atteindre le jeu supprimer purement et simplement le marché à terme serait un moyen par trop radical : personne aussi ne le propose ; on n'envie pas aux peuples primitifs le procédé qui consiste à incendier des forêts entières, a seule fin d'exécuter un coupable qui s'y cache.

Les marchés à terme ont fait leurs preuves : leur maintien est une nécessité pour les peuples qui veulent avancer dans la voie du progrès. Depuis Lacordaire, on ne paraît plus vouloir *briser la lyre d'Homère parce qu'Homère a chanté les faux dieux* ; dans un ordre d'idées moins élevé *brisera-t-on* le marché à terme parce que le marché à terme sert quelquefois au jeu ?

Paris, le 24 décembre 1897.

VU :

Vu le Président de thèse,
P. BEAUREGARD

VU :

Le Doyen,
E. GARSONNET.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris,
GRÉARD.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION.....	1
-------------------	---

PREMIÈRE PARTIE

Étude juridique des marchés à terme.

CHAPITRE I. — Les marchés à terme dans le droit ancien et dans le droit intermédiaire.....	3
CHAPITRE II. — Les marchés à terme dans le droit nouveau. Leur nature. Leur division.....	11
<i>Section I.</i> — Des marchés à terme sur marchandises.....	13
<i>Section II.</i> — Des marchés à terme sur valeurs mobilières.....	17
CHAPITRE III. — Les marchés à terme et l'exception de jeu.....	31
CHAPITRE IV. — Les marchés à terme et la loi du 28 mars 1885.....	38
APPENDICE. — Les Reports.....	52

DEUXIÈME PARTIE

Étude économique des marchés à terme.

CHAPITRE I. — La spéculation, l'agiotage, l'accaparement et le jeu.....	61
CHAPITRE II. — Les marchés à terme et la spéculation..	78

TROISIÈME PARTIE

Les marchés à terme dans quelques législations étrangères.

CHAPITRE I. — Législations analogues à la nôtre.....	94
CHAPITRE II. — Législations différentes de la nôtre.....	97
<i>Section I.</i> — Législations nettement favorables aux marchés à terme.....	97
<i>Section II.</i> — Législations hostiles aux marchés à terme.....	99
CONCLUSION.....	107

Imp. de la Bourse de Commerce, 33, rue Jacques-Rousseau.

